分析与思考

黄奇帆的复旦经济课



黄奇帆 著

上海人民出版社

VISIT…

LANZAROTE Caliente.COM

分析与思考

黄奇帆的复旦经济课

黄奇帆 著

上海人民出版社

图书在版编目（CIP）数据

分析与思考：黄奇帆的复旦经济课 / 黄奇帆著．—上海：上海人民出版社，2020

ISBN 978-7-208-16432-1

I．①分…　II．①黄…　III．①经济学–文集　IV．①F0-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第061516号

责任编辑　赵蔚华　王笑潇

封面设计　姜　明

分析与思考

——黄奇帆的复旦经济课

黄奇帆　著

出　　版　上海人民出版社
　　　　　（200001　上海福建中路193号）

发　　行　上海人民出版社发行中心

印　　刷　常熟市新骅印刷有限公司

开　　本　720×1000　1/16

印　　张　20.25

插　　页　4

字　　数　295,000

版　　次　2020年7月第1版

印　　次　2020年7月第1次印刷

ISBN 978-7-208-16432-1/F·2630

定　　价　98.00元

写在前面的话

张　军

2019年9月16日傍晚，在黄奇帆教授为经济学院学生授课前，我安排黄奇帆教授与黄有光教授见面，共进晚餐。两位黄教授虽首次会面，但相见恨晚，谈兴甚浓，最后合影留念。一年前的9月27日，我们在学院的主页和微信公众号中公布了一则新闻：原重庆市市长、全国人民代表大会财政经济委员会原副主任委员黄奇帆同志和国际著名华裔经济学家黄有光（Yew-Kwang　Ng）教授近日正式受聘复旦大学特聘教授，并加盟复旦大学经济学院。新闻稿特别提到，两位黄教授的加盟“将促使复旦大学经济学院在政策咨询和理论研究方面踏上新台阶”。这个消息一经发出，立刻便成为重磅新闻，迅速在国内各大新媒体上传了开来。

当然，媒体更感兴趣的是黄奇帆先生的加盟。在黄奇帆先生正式受聘担任复旦大学的特聘讲座教授之前，他常常是以“中国国际经济交流中心副理事长”的身份出现在公众视野中。“国经中心”（CCIEE）是著名的国家高端智库，理事长则是前国务院副总理曾培炎先生。当然，在卸任重庆市市长之后，黄奇帆先生还曾担任全国人大财经委副主任一职。

2017年5月26日，适逢复旦大学迎来建校112周年之际，在学校领导的协助下，我们有幸邀请到黄奇帆先生来复旦与师生交流。黄奇帆先生在复旦大学中国经济研究中心（RICE）的“中国大问题讲堂”上就中国房地产市场的主题发表了精彩演讲。那天晚上，我们把讲座安排在了复旦校园光华楼的吴文政报告厅，讲座现场座无虚席，气氛十分热烈。复旦大学党委书记焦扬女士和校长许宁生院士均出席了演讲会。那次演讲结束不久我就向学校提出动议，希望邀请黄奇帆先生担任我们的讲座教授，能经常来经济学院给学生们授课，也能为我们的政策研究做一些指导和推动的工作。我们的请求得到了学校的支持并

顺利通过校学术委员会等审核程序，学校批准了黄奇帆先生受聘担任复旦大学的特聘讲座教授。尽管黄奇帆先生也常在北京和上海的一些著名高校出席活动，但用黄奇帆先生的话说，如果要在某间大学担任特聘教授，他当然会首选复旦大学。

作为复旦大学的特聘讲座教授，黄奇帆先生答应在经济学院每月为各年级专业硕士研究生项目的学生们集中授课一次，每次3小时。从2018年11月到2019年12月，跨越三个学期连续为学生们讲课达10次，总计30多个小时。授课安排在晚上进行，考虑到前来听课的学生可以来自学校的其他院系，也有不少教师旁听课程，我们特意把授课地点安排在了经济学院的大金报告厅。但即使这样，依然场场爆满，连走道的台阶上都坐满了学生，现场秩序井然，讨论热烈。

我还记得，黄奇帆教授每个学期开始上课前都与我们沟通每次课的主题，一旦确定下来，他便很快构思形成一个系统的内容。他上课不用PPT，也不用板书，更没有书面讲义，而是靠自己惊人的记忆力和胸有成竹的结构娓娓道来，表达精准，逻辑自洽，层次分明，有鲜明的论点，有丰富的论据，并佐以大量的统计数字，三小时一气呵成。对于一位年近七旬的长者，这实在让后生难以望其项背。

黄奇帆教授在复旦大学的授课引起了上海人民出版社的党委副书记、资深出版人何元龙先生的关注。他甚至来到黄奇帆教授授课的现场，听完三节课，深深为之感动和折服，执意日后要承担黄奇帆复旦授课讲稿的出版工作。何元龙是我的老朋友，他的这一想法与我不谋而合。事实上，我们为黄奇帆教授的这10堂课是安排了现场速记的，而且黄教授的口语表达精准且富有极强的逻辑结构，速记稿的文字看起来几乎不需要做什么修饰就可成为一部完美的讲稿。所以，讲稿就这样很快就汇编出来了。在征得黄奇帆教授同意并稍做编辑之后，这部讲稿就以《分析与思考——黄奇帆的复旦经济课》为题交由上海人民出版社付梓出版。

经黄奇帆教授亲自审定的这部讲稿在内容上分成了14个讲题，涵盖了6大专题，涉及中国的宏观经济、货币发行制度、资本市场、房地产市场、中美贸易摩擦与对外开放新格局等重要领域。这些可以说都是中国当下最重要的问题，也是媒体关注的热点。在所有这些问题

上，黄奇帆教授都有自己的独到见解与观点。他的这些见解不仅有经济理论的基础，而且对中央决策和政策设计具有很强的含义和操作性。因此，黄奇帆教授的观点深受关注，无论是在媒体还是在政府部门都具有较大的影响力。

在最后成书时，我注意到黄奇帆教授特意增加了一个附录，收录了自己最近在媒体上发表的对浦东开发的一些回忆文章。这个很有意义。2020年是上海浦东开发30周年。1990年4月中央宣布浦东开发之后不久，还在上海担任上海市经济信息中心主任的黄奇帆被任命为浦东开发办公室副主任，后来又担任浦东新区管委会的副主任。1994年他离开浦东新区，担任上海市委副秘书长、研究室主任，之后又任上海市政府副秘书长、经委主任。2001年他离开上海，履新重庆，先后任重庆市副市长和市长一职，直至2016年年底卸任重庆市市长，在重庆工作了整整15年。

黄奇帆先生是一位学习能力超强的领导干部，在理论与实践的结合上做到了游刃有余，这是有口皆碑的。他吸收理论的能力，加上长期在财经领导岗位上的丰富阅历，让他对很多重大复杂问题的认识带有很强的穿透性。看上去相当复杂的现象，他能化繁就简，抓住问题的要领，抽丝剥茧，把问题说清楚，讲透彻，继而找到解决问题的办法。这常常让经济学家汗颜。

说来惭愧，我在大学毕业后一直没有去过重庆，直到2015年。第一次应邀去重庆是在2015年的6月，我应留美中国经济学会（CES）的邀请出席6月13—14日在重庆大学举行的“中国经济新常态与深化综合改革国际研讨会”。时任重庆市市长的黄奇帆先生应邀在上午的开幕式上就西部重庆的经济和金融发展战略与政策发表了精彩的演讲，演讲持续了至少一个半小时，给包括诺贝尔经济学奖获得者肯尼斯·约瑟夫·阿罗（Kenneth J.Arrow）和詹姆斯·莫里斯（James Mirrlees）在内的数百位经济学家留下了非常深刻的印象。2015年12月10日我第二次受邀到重庆，在重庆国际会议中心出席由重庆金融办和西南证券联合主办的第二届“西南金融论坛”并发表主旨演讲。虽然黄奇帆先生没有出席论坛，但在论坛前的一个晚上亲自邀请演讲嘉宾一起共进晚餐。席间黄奇帆先生聊了很多金融的话题，让我们受益匪浅。从那

时候起，我就暗自萌生一个念头，希望将来能有机会邀请到黄奇帆先生来复旦经济学院讲课。没有想到两年后我的这个愿望实现了，真可谓因缘际会。

短短的几年，国际形势突变，世界在很多方面发生了不可思议的逆转。中美关系倒退，全球秩序急速瓦解，给正在爬坡过槛的中国经济带来四十年来从未有过的新的挑战。中国似乎比任何时候都更需要大智慧来应对百年未有之大变局，重新寻找我们自己的机会。在这个动荡时代的背景下，黄奇帆教授的这本讲稿得以编辑出版，可谓正逢其时，不仅可以给关注这个时代的更多的人以思想的力量，去把握当下与未来，而且也会将我们引入对国家如何保持定力寻求持续发展这一重大问题的理性思考之中。我想这也是黄奇帆教授在复旦大学经济学院坚持给学生授课的初衷。

2020年5月6日于沪上

（作者系经济学教授、复旦大学经济学院院长）

目 录

写在前面的话
宏观调控
降杠杆与风险化解
供给侧结构性改革的理论与实务
供给侧结构性改革的理论与实务
互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范
基础货币
货币的“锚”及发行制度分析
面向未来的人民币发行制度
资本市场
中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点　在复旦大学“改革开放再出发——第4届复旦首席经济学家论坛”上的演讲
关于我国资本市场基础性制度改革的若干思考
房地产发展
关于建立房地产基础性制度和长效机制的若干思考　在复旦大学中国经济研究中心第11期“中国大问题”讲堂上的演讲
未来十年我国房地产业发展的结构性趋势及房产企业运行和地方政府管控方式的转变
对外开放
新时代国际贸易新格局、新特征及以“三零”原则为基础的FTA发展趋势
中国自由贸易试验区建设的战略意义和重点任务
中美经贸
美国搞贸易摩擦的五个谬论、六个错误和我们的应对
近十年美国政府债务演变格局和风险含义
美国金融战的内涵，我们的应对与化解　在复旦大学经济学院全球校友会2020年年会暨“世界大变局下的中国经济、科技与金融”论坛上的演讲
附录　改革开放40年珍贵记忆
浦东开发，一盘大棋中的重要一步
国际化的上海钻石交易所诞生记
邓小平在上海提出的金融观点　在上海并购博物馆“并购大师讲

堂”上的演讲节选
金融的本质，归纳起来就是三句话　在上海交通大学高级金融学院毕业典礼上的演讲
后记　授业解惑是人生再学习再研究最好的生活方式

宏观调控

降杠杆与风险化解

2018年11月14日

摘要：本课程讲述了当前宏观经济脱实就虚的四大特征，以及世界各国去杠杆的基本路径，重点分析了中国宏观经济去杠杆的关键所在。要害是把企业160%的负债率降40个点到120%左右。实现这个目标，操作上既不能“一刀切”地想两三年解决，也不能简单化地排浪式地用一种办法孤注一掷，更不能层层加码走极端。从宏观上看，至少可以用核销破产、收购重组、提高股权融资比重、稳定物价指数、平稳调控M2增长率等五种办法一起着力。在金融监管中，最需要防范的就是打着金融产品创新的旗号，通过多种金融产品和工具叠加抬高杠杆的问题。要切实把握好金融去杠杆的政策节奏和力度，分类施策，根据不同领域、不同市场金融风险的情况，采取差异化、有针对性的办法，打赢金融去杠杆的攻坚战。

今天晚上我将用两个小时的时间，跟大家交流关于宏观经济去杠杆、防风险以及相关改革措施方面的思考。大体上讲课一个半小时，再花半个小时讨论。今天这个讲座，跟你们以后的工作有关联。所以，我想了一下，讲两个方面。第一方面，整个国家2018年最重要的一个任务，就是金融领域，宏观经济领域去杠杆、防风险，这是党的十九大提出来的三大攻坚战之一。另外两个是精准脱贫和污染防治。去杠杆、防范金融风险是2018年重点工作中的头等工作。第二方面，具体一点、微观一点，专门讲金融机构怎么创新，创新的要素以及金融产品创新中最要防范的杠杆过高的风险问题。

一

关于宏观经济领域去杠杆

说到去杠杆，大家一般想到的是去库存、去产能、去杠杆，还有降成本、补短板。“三去一降一补”，讲到的都是实体经济的东西。实际上去杠杆的重点在于宏观经济去杠杆，最重要的问题就是目前的国民经济中的宏观经济杠杆率比较高的问题，主要表现在四个指标与世界各个国家相比，我们显得比较高或者说特别高。

第一，国家M2。2017年中国M2已经达到170万亿元，这几个月下来到5月底已经是176万亿元，我们的GDP 2017年是82万亿元，M2与GDP之比已经是2.1：1。美国的M2跟它的GDP之比是0.9：1，美国GDP是20万亿美元，他们M2统统加起来，尽管已经有了三次（Q1、Q2、Q3）的宽松，现在的M2其实也就18万亿美元，所以我们这个指标就显然是非常非常的高。

第二，我们国家金融业的增加值。2017年年底占GDP总量的7.9%，2016年年底是8.4%，2017年五六月份到了8.8%，下半年开始努力地约束金融业夸张性的发展或者说太高速的发展，把这个约束了一下，所以到2017年年底是7.9%，2018年1—5月份还是在7.8%左右。这个指标也是世界最高，全世界金融增加值跟全世界GDP来比的话，平均是在4%左右。像日本尽管有泡沫危机，从20世纪80年代一直到现在，基本上在百分之五点几。美国从1980年到2000年也是百分之五点几，2000年以来，一直到次贷危机才逐渐增加。2008年崩盘之前占GDP的百分之八点几。这几年约束了以后，现在是在7%左右。它是世界金融的中心，全世界的金融资源集聚在华尔街，集聚在美国，产生的金融增加值也就是7%，我们并没有把世界的金融资源增加值、效益利润集聚到中国来，中国的金融业为何能够占中国80多万亿元GDP的百分之八点几？中国在十余年前，也就是2005年的时候，金融增加值占当时GDP的5%不到，百分之四点几，快速增长恰恰是这些年异常扩张、高速发展的结果。这说明我们金融发达吗？不对，其实是脱实就虚，许多金融GDP把实体经济的利润转移过来，使得实体经济异常辛苦，从这个意义上说，这个指标是泡沫化的表现。

第三，我们国家宏观经济的杠杆率。非银行非金融的企业负债，政府部门的负债，加上居民部门的负债，三方面加起来是GDP的2.5倍，250%，在世界100多个国家里我们是前5位，是偏高的，我们跟

美国相当，美国也是250%，日本是最高的，现在是440%，英国也比较高，当然欧洲一些国家，比如意大利或者西班牙，以及像希腊等一些债务财政出问题的小的国家，他们也异常的高。即使这样，我们的债务杠杆率排在世界前5位，也是异常的高。

第四，每年全社会新增的融资。我们的企业每年都要融资，除了存量借新还旧，存量之外，有个增量，我们在十年前每年全社会新增融资量是五六万亿元，五年前新增的量在10万亿—12万亿元，2017年新增融资18万亿元。每年新增的融资里面，股权资本金性质的融资只占总的融资量的10%不到一点，也就是说91%是债权，要么是银行贷款，要么是信托，要么是小贷公司，或者直接是金融的债券。大家可以想象，如果每年新增的融资总是90%以上是债权，10%是股权的话，这个数学模型推它十年，十年以后中国的债务不会缩小，只会越来越高。

所以，这四个指标对于中国宏观经济来说是有问题的，中央提出金融去杠杆，宏观经济去杠杆、防风险，不是无的放矢，是抓住了中国国民经济问题的要害，这是一个情况，大家应该了解。

对这四个指标的高低还可以有一个具体的结构分析。我们刚才说杠杆率是250%，在全世界来说是排在前面，是比较高的。这个指标里面又分成三个方面，其中政府的债务占GDP不到50%，国家统计公布的数据是40%多，但是有些隐性债务没算进去，就算算进去也不到50%。第二个方面是老百姓的债务，十年前还只占10%，五年前到了20%，我印象中有一年中国人民银行也说了，中国居民部门的债务还可以放一点杠杆，这两年按揭贷款异常发展起来，居民债务两年就上升到50%。老百姓这一块的债务，主要是房产的债务，也包括信用卡和其他投资，总的也占GDP 50%左右。两个方面加起来就等于GDP。我们真正债务重的是企业，就是非银行的工商企业，不管国有、民营，它们的债务总量接近130万亿元，中国2017年GDP是80多万亿元，也就是说我们企业的债务总量是GDP的160%，这个比例是很高的。

日本政府的债务是世界各国最高的。按照IMF的分类：日本2018年年底私人部门负债与GDP比值207.57%，一般政府公共负债与GDP

比值237.13%，其中，日本中央政府负债与GDP比值198.44%。乍一看来，日本政府负债率高得令人咋舌，为什么国际社会对之风浪不惊呢？大家都知道，日本在海外有很大一块经济投资和收入，因此日本的GNP几乎是GDP的1.8倍。所以，日本的债务如果与GNP比的话，就不是4.4：1，而仅仅是2.3：1。另一方面，日本国民的高储蓄率也支持了日本政府的高负债行为，日本国债95%都被自己人给消化掉了。再一方面，日本政府的债是日元债、本币债，不是外债，利息又很低，几乎趋于零，负担并不重。即使出现偿付危机，日本央行通过印钞也能够解燃眉之急。

美国的债务是GDP的250%，跟我们好像差不多，但是他们和我们结构有所不同。美国的政府债务到5月份是21万亿美元，美国GDP是20万亿美元，所以政府债务是GDP的105%，大账就是1：1。但是还要注意一点，美国政府这21万亿美元的债务是联邦政府债务，美国50个州政府的债务，一概不统计，大家有时候说，底特律破产，那个很有名的演员施瓦辛格做加州州长时，加州也曾经因债务停摆过。也就是说美国州政府一级债务也不小，至少有6万亿美元债务，但是美国人是不统计的，所以美国对世界说债务就是21万亿美元。我们中国政府的40多万亿元债务是中央政府的债务有十几万亿元，地方政府的债务有20多万亿元，加在一起40多万亿元，占GDP 50%左右，我们是把区县、地市、省级政府到国家级统算在一起的。所以，我们中国政府的债务算得是比较充分的。大家要挑剔的话，有时候也会说，中国地方政府有几万亿元隐性债务，即使把它加进去，也就是20多万亿元。从这个意义上，我认为对中国政府的债务并不要自我恐慌，把它当作太大的危机。就这一点而言，不管跟日本比，还是跟美国、欧洲比，我国政府的债务率都低得多，我们都应该淡定一点，问题不那么大。大家可以理解这一点。

居民的债务。我们中国人比较愿意储蓄，透支消费除了买房，这个十年有点热钱，有点狂热以外，几十年来都是量入为出的。只要不涉及买房子的家庭，债务都不会太重。广大农民不涉及商品房买卖，所以我们中国农民虽然很穷，但他们的债务并不重。白领阶层，城市居民负债重，但毕竟有房产作抵押品。要说中国房产跌掉一半，然后

变成坏账，这个可能性也不大。我讲这段话的意思是，对中国居民债务占GDP 50%这件事，关键是要遏制它继续高速扩张的势头。如果今后五年还控制在50%左右，不再那么狂热地上升（比重上升），这件事大可不必太过担心，觉得是了不得的事。这个比重跟世界比的话也不算高，真正高的是企业的债务，这个居世界最高。

美国的企业负债率总体很低。因为美国企业每年新增的融资大部分是股权而不是债权。2017年美国企业新增的融资30%是债权，70%是股权，后者是不构成债务的，也因此，整个美国企业的负债比重很低，美国企业负债是美国GDP的60%，而中国企业的负债是GDP的160%，这个指标是有问题的。我这么分析一下，这个结构性的概念就说清楚了。

再有，我国的金融增加值为什么这么高？如果仅仅是以银行、证券、保险来统计金融增加值的话，其实也就是4%—5%，有3%左右是非银行的金融企业形成的。最近的十年，我们银行的理财、委托贷款、资管业务等快速发展，央行把钱给了商业银行，商业银行把钱给了非银行金融机构，商业银行变成非银行金融机构的“央行”。到2016年年底，有30多万亿元资金通过表外业务、理财业务、资管业务转了出去，形成了近100万亿元的资金是在非银行金融机构中周转，包括信托、小贷、保理或者其他的担保公司、财务公司、互联网金融公司，还有私募基金等。就是说在这十七八种非银行的各种类型的金融机构、类金融机构或者非银行金融机构中周转流动、互相叠加，重复形成的资金流达上百万亿元，这样的系统往往是一笔钱来了以后，我转到你这儿，你转到他这儿，每个周转过程都产生一定的收入，一定的租金，一定的利润，一定的成本，雁过拔毛，这些东西哪怕只占过路资金的2%左右，上百万亿元的表外资管业务资金会形成2万亿元左右的非银行金融系统的增加值，那么实体经济就要承担非银行金融系统自我循环所产生的成本，这种成本表现在金融系统就是收入，是利润，是税收，是增加值，表现在实体企业上就变成了高额的利息成本。

现在银行的贷款利率一般在7%，到了信托，到了非银行系统出来的资金一般都在12%以上，到了小贷公司就会到18%—20%，导致

实体经济雪上加霜，实体经济融资难、融资贵都和这个系统有关。这个系统形成的增加值大体上相当于GDP的3%，80万亿元就是2.4万亿元转到了影子银行资管业务系统，100万亿元资金转出来2.4万亿元，等于中间抽头了百分之二点几。2018年以来，金融监管部门对资管业务进行严格管制，萎缩后，今年这一块比重会下来一些。

以上我对四大指标的结构做了一个分析，接下来问题关键是去杠杆怎么去。回顾金融史，这一百年来很多国家都出现过经济高杠杆以后要去杠杆的调整过程，总结他们的经验教训，大体有三种情况。

第一种情况是通缩型去杠杆，造成了极其严重的经济萧条和企业倒闭，出现金融坏账，经济崩盘等局面。

第二种情况是严重的通货膨胀去杠杆，同样会造成国民经济大起大落的震荡。

第三种情况是良性的去杠杆，也就是经济受到了一定的抑制，但还是健康地向上，产业结构、企业结构调整趋好，既降低了宏观经济的高杠杆，又避免了国民经济萧条，保持了经济平稳，没有出现严重的危机。

第一种是非常糟糕的紧缩型的去杠杆，去杠杆就是金融紧缩，紧缩过猛了导致经济崩盘，就是糟糕的去杠杆。第二种是通过通货膨胀发货币，这个加货币印钞的过程，把各种各样的坏账通过发货币稀释掉了，这个通货膨胀如果过于严重就会出现社会震荡，财产的再分配，也会导致剧烈的经济危机，这种是糟糕的加货币的去杠杆。第三种是良性的去杠杆，我们可以看到美国从20世纪到现在这一百年里有两次金融危机（大的危机），一次就是1929—1937年，甚至到第二次世界大战结束，也就是罗斯福新政这一段。这一段里面既有糟糕的通缩型的去杠杆，引发了巨大的萧条危机，危机之后再进一步冻结，整个国民经济停滞；后面又有适当的财政加杠杆和金融放货币，实行了凯恩斯那一套，可谓先苦后甜，但这不是一个系统决策，不是1929年就想好了的一个系统决策，而是碰鼻子转弯，中间还遇到了第二次世界大战这么一个过程。日本在20世纪80年代后期一直到现在这一段，整个二三十年也是去杠杆，因为80年代的时候日元汇率上升产生

了日本收购美国资产这样的高速扩张，然后在80年代经济崩盘以后出现整个国民经济停滞近二十年。

美国第二次去杠杆是2008年遇上了极其严重的金融危机（次贷危机），这一次他们做得比较好，属于良性的去杠杆。十年里面，一方面把崩盘的金融企业坏账核掉一块；另一方面通过Q1、Q2、Q3，这个过程使得股市健康，道琼斯指数从6000点涨到28000点，整个企业债务率现在也很低，美国企业的债务是GDP的60%，现在的经济增长也是十年来最高的（3%），对他们来说正常只有2%左右，差一点就是不增长或者1%的增长，那么2%以上就算是良性了。20世纪90年代在老布什、克林顿那一段也有过百分之二点几，现在这一段基本上到了3%，经济是比较健康或者比较好的良性发展。

我的意思是，真正宏观经济的去杠杆，不仅是一个个企业怎么去坏账、怎么核销、怎么破产的问题，还要从宏观上看这个结构和模型。我们国家如果要把GDP 250%的国民经济宏观债务下降三五十个点，降哪一部分？是把政府50%的部分往下降？还是把老百姓50%的部分往下降？还是三方面的平均下降？我认为今后五到十年，如果居民和政府的负债还能够稳稳当当控制在50%左右，那是上上大吉，要害就是把企业的160%降40个点，降到120%。如果企业真能降到120%，政府是50%，居民50%，加起来是220%，那就非常好了。

所以，首先要有一个宏观经济去杠杆的目标，我们决不能允许现在的杠杆率250%过五年、十年变成300%，十年以后也许中国GDP到了150万亿元、180万亿元，如果那个时候杠杆率还是250%，甚至300%，那宏观债务会变成多少了呢？180万亿元的300%，那就是500多万亿元债务，想象一下，这是非常可怕的事。所以，宏观上中央提出了去杠杆，一定要比现在的250%往下降，比如三年、五年以后降到230%、220%。十年以后，通过供给侧结构性改革，力争杠杆率能控制在200%左右，这是一个定量定性的宏观目标，要坚定不移努力去实现。

所以实现这个目标的措施，时间上来说不能“一刀切”，想一年、两年、三年就解决。太急地去解决，这么大的宏观经济体伤筋动骨，是不现实的，会导致国民经济瘫痪，会造成严重的通货收缩，出现大

家最不愿意看到的糟糕的通缩型去杠杆。所以我们现在对银行，对各种金融资管不能抽得太快。目标要坚定，但是步骤还是要分年度择机行事，稳妥把握好一个度，总的是要有条有理，稳妥推进，这是一个原则。

再则，在企业去杠杆方面，要有一个今后3—5年，企业债务总量占GDP的比重降一至两成，5—10年降三至四成的目标，这是中国经济去杠杆的关键环节。企业去杠杆，目标要坚定，方法要合理，不能孤注一掷，只用一种办法去杠杆，应该是多元化的办法去杠杆。从宏观上来看可以有五种方法去杠杆，五管齐下，辩证、系统、协调，一起加力。

第一种，核销破产。对企业来说相当于赖账，在经济学词典里面，宏观上说叫债务减免，相当于把这一部分债务豁免了，从微观上看实际上就是有一批企业破产了，强制性破了产，硬生生把银行债务去掉了，这是一种债务减免。

第二种，收购兼并重组，资源优化配置。这个过程中企业没有死，债务也没有100%破产核销，但是也会有债务的豁免。比如说2000年前后国有企业改革，那时候1.3万亿元债转股、债务剥离，进行了企业重组。当时的债转股过程中，1.3万亿元并没有完全坏账，对银行来说一般会坏账核销60%—70%，但资产管理公司得到了全部债权，一般能从经营条件转好的债转股企业中回收60%—70%的债权，真正核销的坏账是40%左右。这项改革在后来的十年形成了四大万亿元级的资产管理公司，取得了巨大成功。

我去重庆后，发现重庆这么一个老工业基地和西部困难地区双叠加的地方，破产指标没拿到多少，在20世纪80年代后期，国家经贸委4000多亿元的破产指标中只拿到40多亿元，13000多亿元的债转股指标中只拿到100亿元，都只占1%左右，但他们银行整个贷款余额1800亿元中，五级分类里面第五级的坏账就有400多亿元。那时候已经没有债转股指标了，事情已经过了。我就为此与工、农、中、建、交银行行长们商量，搞地方式的债务剥离，就是你帮我核掉300亿元，我还给你20%多的贷款本金。如果破产的话，你可能只有5%的本金可以拿回去，你帮我豁免300亿元，我一下子就把这300亿元的

20%多的本金，在一个月里面还给银行，你也不要打官司了，否则一个企业3000万元、5000万元、1亿元、2亿元的，这300亿元全涉及的话可能有1000多个企业打破产官司。这件事，重庆市政府和几大商业银行取得了共识，形成方案，报经国务院批准，搞了一次没有国家统一指标的地方层级的债转股。这是一种部分的债务豁免，通过资产重组、债务重组实现资源优化配置，形成不伤筋动骨的良性去杠杆。

如果说，在中国130万亿元企业债务里面，有10%—15%的企业存在高负债、高杠杆、高坏账率问题的话，这里面有5%是必须破产关闭、核销坏账、动外科手术的，那就该有6万多亿元的坏账核销，如果有10%的困难企业通过债务重组、结构调整，经营改善、恢复生机，那么银行方面即使打个对折核销6万多亿元，还能回收6万多亿元本金。

第三种，就是调整每年新增的融资结构。每年新增的融资如果能够在今后三五年里使股权融资从9%、10%增长到20%、30%，五年以后股市搞得好一点，增长到50%，也就是说现在一年新增融资18万亿元（2017年），这个新增融资里面，如果股权融资能到50%，债权融资减少40个点，本来90%，现在降到50%，有40个点变成股权，这样一年就增加8万亿元、10万亿元的股权，这个股权除了从股市里面要以外，还有私募基金投资也是股权，以及其他各种各样的直接投资也是股权投资。也就是说我们的经济结构要发生这么一个变化，这样的话，几年下来，三五年里面债务相当于会减少三四十万亿元。

第一种破产法，去债6万多亿元；第二种重组法，豁免也是6万多亿元；第三种通过发展股权融资，实现减债30多万亿元；总的来说，这三种办法加起来就可能有将近50万亿元了。

第四种是什么呢？是良性的通货膨胀，自主地稀释一部分债务。我们不能去主张通货膨胀，但是通货膨胀总是客观存在，每年2%的物价指数也是通货膨胀，就算保持2%—3%，那么五年时间也相当于10个点的资金自然而然地稀释掉了，这不是有意的赖账，这是一种良性的通胀，但也是一种稀释。这个办法如果一点不用，完全变成紧缩、通缩，那么资金链会断掉，也会出问题的，所以美国人刺激经济的时候，一边是财政刺激，一边是金融宽松，当然这个宽松还是有度

的，不是乱搞的，但这个过程中使得美国经济、股市，包括房地产市场都能稳住，2008—2010年美国能走出困境，这也是很重要的一个办法。

通胀这个概念，一般经济学里经常会争论。从本质上说，通胀是一种货币现象，只要有物价上升，一定是货币发行过多。当然通胀也和供求有关，供不应求就涨，供过于求就缩。在国际化背景下，通胀又跟外汇汇率有关，货币升值是输入通胀，货币贬值是输出通胀。现在调控物价，调控指数，三种工具都在起作用。

第五种，稳定并适当降低M2的增长率，这也是降低企业杠杆率的重要方面。近十年M2的增长率高则20%以上，低则10%以上，平均在14%左右，M2总量过大，形成了企业负债过度宽松的生态环境。今后十年的货币政策，要全力稳定并适当降低M2增长率，使每年M2的增长率与GDP增长率和物价指数增长率之和大体相当。如果GDP增长6.5%，通货膨胀率2.5%，加在一起就是9%，必要时再加一个逆周期调控的平减系数，在经济偏热的时候，平减系数是减1、减2，经济偏冷的时候则加1、加2。

我刚才说了五条，第一是坚定不移地把没有任何前途的、过剩的企业，破产关闭，伤筋动骨、壮士断腕，该割肿瘤就要割掉一块。第二是通过收购兼并，资产重组去掉一部分坏账，去掉一部分债务，同时又保护生产力。第三是优势的企业融资，股权融资从新增融资的10%增加到30%、40%、50%，这应该是一个要通过五年、十年实现的中长期目标。第四是柔性地、柔和地通货膨胀，稀释债务，一年2个点，五年就是10个点，也很可观。第五是在基本面上保持M2增长率和GDP增长率与物价指数增长率之和大体相当。我相信通过这五方面措施，假以时日，务实推进，那么有个三五年、近十年，我们去杠杆四五十个百分点的宏观目标就会实现，这是我今天讲的第一部分。

第一部分里面如果再要补充一点大家感兴趣的，就是五个措施里面的第三条是最关键的。怎么把股市融资和私募投资从10%上升到40%、50%，这就是我们中国投融资体制，金融体制要发生一个坐标转换。这里最重要的，实际上是两件事。第一件事，要把证券市场、资本市场搞好。十几年前上证指数两三千点，现在还是两三千点。美

国股市指数翻了两番，香港股市指数也翻了两番。我国国民经济总量翻了两番，为什么股市指数不增长？这里面要害是什么呢？可以说有散户的结构问题，有长期资本缺乏的问题，有违规运作处罚不力的问题，有注册制不到位的问题，各种问题都可以说。归根到底最重要的一个问题是什么呢？就是退市制度没搞好。

大家注意一下，美国、欧洲，包括日本的市场，成熟的市场有一个基本概念，比如说20世纪80年代纽约证券交易所的上市公司就是3000个左右，到了2000年还是3000个左右，2008年是3000个左右，现在去看也是3000个左右。实际上每年都要新增200多个，那十年就涨2000多个，三十年就是6000多个，为什么现在还是3000多个呢？就是因为每年的退市跟上市基本上1：1，有的年份退市比上市多一点，三五年平均来看基本上进退1：1，所以企业数量大体是不变的。同样3000多个企业，道琼斯指数原来6000多点，现在24000多点，那这3000多家企业的市值翻了两番，买了这只股票的人不就一起发财了吗？他这3000多个企业市值就等于美国GDP，因为美国股票市值跟GDP大体是1：1。所以股市代表了国民经济的一个风向标，它之所以能够增值，不是简单地靠资金推动，而是靠效益来推动。效益好，入市资金就不会短缺；效益不好，有资金也不会轻易入市。

大家有时候说中国股市资金只有这点，新股上市多了，资金就短缺了。“独角兽”来了把资金抽掉一点，股市就跌了。从短期来说，是有这么一个概念，资金客观不变，这边多那边就少。宏观上看国民经济的这个池子，其实整个股市的池子只是国民经济池子的一小块，但这一小块如果效益好，市场总是会有足够的钱去买它的。同样3000多个企业，每年总有那么两三百个差劲的关门离开，总是有两三百个好的进去，优胜劣汰的结果是留在里面的总是当下最好的，过了五年好的也可能变差又滚蛋了，但这五年里面新的好的又进来了。只要保持这个状态，那么聪明的人，有点钱的人，全社会跟股市无关的钱，有意无意总会进股市，这个社会是不会缺钱的。就像买房子上百万亿元，分流20%进股市，股市市值就可能因为增量资金流入，带动存量资产升值，从50万亿元变100万亿元了。我要讲的意思就是退市制度没搞好，只进不出、只吃不拉，这是股市发展不顺利的基本原因。

第二个事，就是私募基金。美国的私募基金，各种各样的私募基金总的拥有的资本金跟股市大体相当，有十七八万亿美元。我2017年11月去华尔街，当时代表全国人大财经委去的，与华尔街的摩根士丹利、高盛、KKR、黑石四大金融集团的董事长见了面。黑石的资金量就有几万亿美元，KKR也有5000亿美元，这些基金和投行的老总个个胸中有全局、有全国、有全球，天文地理什么都通。那一天我们分别见面，与四个老总各聊了两个半小时，从早聊到晚。我讲这段话的意思，就是说这个股权基金如果搞得好，他所有的出手就是股权投资，就是资源优化配置，就是使得美国每年新增股权融资量达到总融资量70%的关键所在。

我们现在的股市有问题，基金也没搞好。我们现在的基金，至2018年年底，注册的基金大体上2万多个，25万亿元人民币。其中公募基金一百来个，资金总量约13万亿元，大部分是债权投资。其中7万多亿元买了货币基金，3万多亿元买了债券，仅有2万多亿元是作为股权投资买了股票。私募基金2万多家，资金总量约12万亿元，资金来源中，有相当部分的LP资金形股实债，缺少真正的股权投资。由于私募基金杂、散、小，大部分基金公司往往只管几千万元，一个亿都不到，许多基金企业，因为名声不好，没有太多有钱人投资，为了生存，违规搞通道业务，或者搞乱集资，也就是搞固定回报的高息揽储、搞高利贷（放贷），这就不是真正对企业股权进行投资。

私募基金及其投资活动，是资本市场的重要组成部分。资本市场的二级市场上少不了基金的投资活动，资本市场的一级市场上也少不了基金的投资活动。在上市公司没上市之前，也少不了基金的活动，这是基本的要义。基金是整个资本市场的撒手锏、啄木鸟，是各方面推动的动力。所以我认为，如果好好去讲资本市场的话，要么讲注册制、讲退市的机制体制，要么讲基金发展和制度建设。

二

关于加强金融产品创新中的风险防范问题

第二部分我来讲一下具体的金融企业在创新当中怎么防风险、去

杠杆。金融的本质就是三句话：（1）为有钱人理财，为缺钱人融资；（2）金融企业的核心要义就在于信用、杠杆、风险三个环节，要把握好三个环节的度；（3）一切金融活动的目的是为实体经济服务。

当你为实体经济服务，为实体经济中有钱的人理财，为实体经济中缺钱的人融资的时候，当然最重要的就是管控好信用、杠杆和风险。没有信用就没有杠杆，没有杠杆就没有风险。没有信用、没有杠杆那就是实物交换，1：1对等。有了信用就可以透支，透支就是杠杆，杠杆过高了就是风险。所以把现有信用用足用好，有信用不发挥好就是笨蛋或者是死心眼，但是有信用把杠杆用得过了头造成风险，那就是疯子或者是愚蠢的人。金融管理的要义就是把自己这个企业单位信用用足，但是用足就表现为杠杆的放大，在放大杠杆的时候又把风险控制在底线里面，这就是一个高明的金融领导人员、管理人员、工作人员、财会人员必须负的基本责任。

从宏观上来看这三句话，宏观经济中的货币信用、负债信用、杠杆信用从哪里来？一个国家GDP增长率，一个国家财政税收的增长率，实体经济的利润率，是一切货币信用、负债信用、杠杆信用的来源。反过来，杠杆过大了又会带来宏观经济的风险。这三句话表现在微观上，就是每个企业对自己的债务杠杆、效益改善都应日日关注、月月关注、年年关注，把事情做好。

在具体的金融工作中我们可以看到一个现象，正规的金融机构，它的信用必须有多大的资本、有多大的杠杆，都有基本的制度，是个定数。比如说银行有五个信用指标，一是资本充足率，你有1亿元，可以搞10亿元；二是贷款利润率；三是坏账准备金；四是存款准备金；五是存贷比。这些都是一种信用杠杆、信用的基础。

证券公司也好，小贷公司也好，各种保险公司也好，凡是金融机构，一行三会批的，有牌照的，它的信用基础、杠杆比例、风险防范都是有制度安排，有明确的法律的或者制度的管制，在这方面一个金融工作人员只要学习了这些业务，循规蹈矩，把工作做好就可以了。除非是金融监管失控才会乱象横生，应该说不管是20世纪80年代、90年代，还是21世纪以来的18年，特别是世界金融危机以来的这十

年，传统的、常规的金融机构，银行、证券、保险其实还是基本规范的，因为里面各种各样的规矩十年前、二十年前就有，全世界也基本上统一，不大会有人离经叛道乱搞一通，除非是犯罪分子，一被侦破就坐牢去，这方面铤而走险的人是不多的。

那么，习近平总书记批评金融系统这段时间乱象横生，这个乱象主要发生在哪呢？主要发生在资管业务上、表外业务上、小银行的金融机构上，发生在这三类业务的金融产品创新上。金融创新分为金融机构新设、金融技术发展、金融产品创新三大类。

第一类，是随着实体经济、国民经济的发展，与时俱进产生的一些新的金融机构。比如说在1990年以前，中国除了商业银行以外，证券公司是没有的，1990年浦东开发有了证券交易所以后就有了证券公司，对当时来说这是属于新的金融业务。但在全世界来看这不叫创新，这是一个传统业务。再以前保险公司连人寿保险、财产保险都不分，后来把它分开，中国人民保险公司等等推出各种各样的生命保险和货物保险，这种都属于国民经济发展当中新的业务。再比如说1985年以前是没有信托公司的，当时荣毅仁受邓小平委托建立了中国第一个国家级的信托公司，就是现在的中信集团，这是一类金融创新。现在互联网出来了，就出来了比如说第三方支付的金融业务或者消费金融信贷的业务，这些都属于与时俱进的实体经济。国民经济发展需要有新的长进，出来的新业务，这也叫创新，但这些创新在中国是创新，在世界上是传统常规业务，这类创新一旦产生，这个规矩基本上就是确立的。

第二类，是金融技术发展，比如说电话发展、电报发展、互联网发展，通讯方式发展了，金融结算方法发生了变化，结算的过程没什么杠杆不杠杆，就是快速、准确，这也是一种技术创新。这种创新会提高效率，但基本上和杠杆也没关系，也是管得住的。

第三类，是金融产品创新。金融创新中真正的要防范信用失真风险，防范杠杆率过高的地方是金融产品创新，这是我下面要重点讲的。什么叫金融产品创新呢？我们常规的金融工具，就像是十八种武器，枪炮、手榴弹各种各样的武器，或者中国古代兵器的十八般武艺，刀枪棍棒，等等。银行、信托、保险、证券、保理业务、小贷业

务或者各种担保公司、财务公司、汽车金融公司、消费金融公司，也就是说这一类有国家正规牌照，常规性的业务牌照的公司，银证保主流系统和非银行系统的总的有十七八种，时间关系不去把它展开列出来，大家一听就明白。

这十七八种里面都有自己常规的信用、杠杆、风险管控的制度安排，这都是一目了然，清清楚楚的，是可以当作一个知识、一个制度、一个约定去把它学会弄懂的。但是金融创新并不是把这些常规的金融企业、金融通道的业务都学会就算创新。这个创新是把信托的资金，保险的资金跟资本市场、证券市场的资金、银行的资金、私募基金的资金各种通道连接起来，组合起来。这个组合的方法，它的宏观环境是我们说的银行理财业务、表外业务、资管业务。这个资管业务通过各种各样的金融工具，形成了各种各样的组合，有的是两三种金融牌照的业务组合在一起，有的是五六种组合在一起。

这个组合当中，不同的工具组合在一起靠什么来连接呢？就像小孩子拼拼图，几百块拼成一个图，总是有勾勾连连的工具。这种工具大体上有六种，也就是说用这六种工具把这十七八种业务互相组合起来。

1．高息揽储。各种短期资金通过这种方式吸收过来。

2．刚性兑付。以虚拟的刚性信用，让散户和中小企业放心宽心地拿出资金。

3．资金池。这么多资金拉过来了，可能是半年期、一年期、两年期的，放出去的钱是长期的、中期的、三年、五年的，你怎么样能够组合呢？要有一个资金池。

4．错配。这个资金池里的水是各种各样的短途资金往里装，装到池里以后，池子出去的钱可以两年、三年，甚至五年，它可以错配。

5．通道。这种资金往外走的时候，每过一个通道就可以叠加一部分杠杆。

6．嵌套。各种类型的资金混在一起嵌套使用时，视其信用等级

分成优先劣后，形成抽屉协议。

金融产品创新中，为了取得高额效益，往往采用上述六种工具加大杠杆。比如说我通过各种各样高息揽储，刚性兑付，形成20亿元的钱，如果我就只是错配20亿元往外发的话，杠杆比还不高，赚的钱，因为是高息来的，出去的钱也要高利息回收，可能利差也不多，所以要放大资本和资金的效益，我就通过一个通道，比如说私募基金，把这20亿元通过私募基金放出，私募基金给人的概念就是股权，明明是短期乱七八糟的债务，经私募基金这个通道就能加杠杆了。你给私募基金1%的过道费，就由他出马拿你这20亿元跟银行组合，银行一看私募基金拿了20亿元，那银行借你40亿元，这就变成1：3的杠杆。如果20亿元本身是90%的杠杆，那么就变成27倍的杠杆了。他拿了银行的贷款出来的这部分钱，20亿元已经变成60亿元，如果到股市里面投资，投资60亿元股票，还融资融券，不要太狠心，1：0.5好了，60亿元就可以借30亿元，他就变成90亿元，他原始的钱可能只有2亿元，结果就放大了几十倍。

所以说在金融创新中加杠杆的办法一共有六种。第一种叫高息揽储。第二种叫刚性兑付。第三种是资金池。第四种是错配。第五种是通道，通道可能把债权变成股权，就可能产生底数不清的资金流。第六种是嵌套，通道以后还可以嵌套。嵌套的时候一定有抽屉协议，表述为优先级和劣后级两种资金。如果仅有一个抽屉也就罢了，有时候会有三四个抽屉，抽屉的抽屉的抽屉，弄得天昏地暗，底数不清，最后整个金融乱象谁都搞不清。但这个乱象是在座各位学生千千万万的前辈在业务工作岗位上、在企业里面昏头昏脑做起来的，哪个单位里的人都通过这样的业务做成了一个杠杆和业务，雁过拔毛，大家就可能有了利润、税收、收入。金融乱象就是这么来的。

我今天用这样的方法把它讲全了。如果把中国这五年金融乱象中所谓的金融创新中的工具，全部归纳一下，只要有这六条就可以组合成万花筒。也就是说十八种武器算横坐标，这六种工具算纵坐标，通过这六种工具组合十八种武器，可以组合成中国金融乱象中各种可测的、不可测的，被大家发现的和没被发现的案件。

总之，金融产品创新全部的要义，孤立地看，每一个环节都会有

一点信用，都在考虑一种信用底数，每个环节如果没有信用底数它就无法操作，跟你合作的人也不会跟你合作。包括抽屉协议也是认为你信用不够了，制造一个强制信用，优先级的钱先还，劣后级的后还。我要收10%的利息，收了以后，多余部分你再跟我分，你才能分，等等，这都是为了保底的信用，是防风险的措施。所以每个环节一定又把风险信用和杠杆扯在一起。但是当有三五个环节都有这么三五种信用，三五种杠杆和三五种风险扯在一起的时候，就一定会造成信用底数不清，杠杆级数猛增，风险系数几何级地放大的严重后果，那一定会出大事。

我举两个案例结束今天的讲课。

第一个案例，就是大家都知道的宝能。宝能收购万科25%的股份这件事吸引大家的眼球，也是中国资本市场这几年最大的事件之一。分析宝能整个案子可以看到几个现象。

宝能，首先不是利用它自己的保险公司正常的保费，而是发了一个万能险，它是一种理财资金，是半年或者一年或者一年半，一期一期的理财资金，虽然它叫保险资金，其实就是高息揽储，并且通过银行柜台来销售给各种各样到银行储蓄的人。银行的业务员也热衷推销这类产品，老百姓拿了10万元来储蓄，银行业务员说，你别在我这儿储蓄，你买这个保险吧，这个保险利息比银行利息要高两三个点，万一你有什么事还有点保费。老百姓很现实，就跟着买，而且是银行卖给我的，就认为是刚兑的。

这个万能险就有三个问题。第一，它是高息揽储；第二，通过银行发放，让人家把保险公司信用和商业银行信用联系在一起产生刚兑的印象；第三，万能险的比例高杠杆放大。万能险不是中国人发明的，在美国、欧洲早就有了，但是国外保险公司有一个规定，任何一个保险公司一年的保费余额中，万能险的保费余额不能超过公司总保费余额的15%。就相当于保费是资金池，也就是短期的资金作为保费出去就是长期投资，错配了以后，你如果只占15%，风险很小。但这几年我们对万能险保费比例不控制，至少过去几年里，我们国家六七个民营保险公司万能险保费余额占整个保险公司保费余额的70%、80%，这本身就是必须禁止的事，但是没禁止。这一件事就是短期资

金高息揽储，然后产生刚兑错觉，再变成资金池高比例错配。

我们可以看到2016年初，宝能买万科股份的钱里面最底层的原始资产有70亿元万能险，这是它自己公告的，这70亿元去买每股十几块的万科股票，只能买几亿股，所以它嫌杠杆不够。它就把这70亿元放到两个基金里，跟两个私募基金合作，这就通过几个通道形成嵌套，以基金投资的名义，把这70亿元放银行，存一贷二，银行放贷200多亿元给他们，银行的200多亿元加上万能险的70亿元就280亿元了，280亿元买万科的股票，平均价格每股十六七块，买了十七八亿股，占18%，已经变成第一大股东，然后通过股权抵押融资融券变成450多亿元，占万科2000多亿元的近25%，就进一步跟万科提出董事会改组。这是第一个故事，情况就是这样。

这件事在法理上违反了几个法规。一是保险公司万能险占比70%以上是有问题的；二是多通道叠加嵌套形成高杠杆融资是穿透式违规行为；三是短期资金可以购买股票理财，但将万能险作为股权资本购买长期法人股权违反了国际资本市场规则。总之，这个案例从更深层提醒我们要加强监管，特别是跨领域的综合性监管；要加强法制建设，特别是对金融产品创新中的负面清单、法律制度的建设要加快、加大、加强。逻辑上讲，这件事把刚才说的六个要素，高息揽储、刚兑、资金池、错配、多通道叠加、多抽屉协议嵌套，六种杠杆工具统统都用上了，是一个非常典型的跨领域、穿透式、高杠杆的投融资不规范的案例。

第二个例子，是用来说明有些事情发展过程中虽然出了岔子，但是不要用鸡飞蛋打的方式，“一刀切”的办法去处理，不要泼脏水的时候把小孩也泼掉。这个事情涉及阿里巴巴。马云有一个花呗，有一个借呗。大家知道本人从2013年以后对国内互联网贷款P2P是十分警觉、坚决制止的。所以在2013年，在我们金融办上面批示，在重庆这个地面上绝不允许注册一个P2P，也绝不允许外地批准的P2P跑到重庆来开公司。当时各地都是作为新生事物在支持站台，我却禁止。到2014年我遇上尚福林，建议中国银监会要把这件事管起来。我记得2014年6月份汇报以后，他7月份开了一个党委会，中国银监会的领导就布置这方面的管控措施。总的来说，这方面重庆管得是可以的。

2015年的时候，全国2000多个P2P，有几千亿元的坏账，这个名单里面重庆没有，但是重庆当地网民有损失，因为重庆的人在网上把钱汇过去了。但至少重庆没有出现体制性的毛病。

另一个方面，我认为符合国家规章的互联网小贷应该支持。所以在2013年的时候，我遇上马云，在我办公室聊天时，他跟我说，他想成立一个网上小贷公司，但是那个时候，浙江省因为温州小贷公司坏账较多，正在整顿，没有批准他的网络小贷公司。我跟他说了五条。第一，你只要小贷公司的钱不像P2P公司那样从网民那儿来，资本金的来源是母公司集团自己的资本金注入30亿元、50亿元，而不跟网民发生关系。第二，这个钱是贷给你的客户链，而不是向毫无关联的网民放贷款。第三，贷款资金按中国银监会规定的资本金的2.3倍拆借融资，也就是拿30多亿元资本金可以放款80亿元。第四，进一步的贷款资金来源可以通过合规的资本市场ABS融资。第五，在整个发展过程中业务可以辐射到全国去，但是你的总部要注册在重庆。他就按照这个要求注册了，他注册以后，腾讯的、百度的，所有中国前十的互联网公司的小贷公司都在重庆注册。目前中国互联网小贷，P2P的不算，因为这都在整顿当中，正常的互联网小贷，全国性的现在有1万多亿元，重庆注册的这一批公司形成的余额近5000亿元，约占全国互联网小贷总量的50%。

大家知道2016年9月份、10月份，马云的花呗、借呗遇上了金融资管整顿，他遇上一个麻烦。大家看到网上发的消息，花呗、借呗资本金贷款的杠杆比达到了100倍以上，被整顿了。此时，我了解到，重庆要求的上面这五条约定他们都是遵守的，重庆的金融系统、政务系统没有任何违规，而重庆这五条都是符合中国银监会要求的。问题出在ABS发行上，蚂蚁金服把30多亿元资本金通过2.3倍的拆解融资形成了90多亿元网上小额贷款，又利用中国证监会一个金融工具ABS，一个贷款余额拿到证券市场交易所发ABS债券，90亿元进去可以发90亿元，那90亿元拿来以后又变成贷款，出去以后再发一次，这样循环了多少次呢？循环了40次。这就造成了30多亿元资本金发放3600多亿元网上小贷，形成了上百倍的高杠杆。这件事如果因其高杠杆“一刀切”停摆了，对于企业发展是严重冲击，而且证交所并没有设定ABS

循环的次数，企业也没违规。事实上，常规的非网上的金融机构的贷款资产中ABS资金循环一次往往要半年到一年，一般循环三四次，底层的首次贷款已经两年时间，早就收回了。而网络贷款周转效率高，一笔债券融资，一到两周就循环了，这是老革命遇上新问题，传统ABS规则不适应网贷业务的问题。基于此，我向有关资管部门提了三个建议。一是网络贷款的ABS不应无限循环，可以约定转四次左右。二是贷款资本金通过银贷放大2.3倍不变，与ABS环节叠加杠杆比控制在10倍左右，30亿元资本金也就能放300多亿元贷款。三是蚂蚁金服在重庆的贷款公司资本金分三年从30多亿元增加到300亿元。2017年底，他们把30多亿元增加80多亿元，变成120亿元，2019、2020年到320亿元，各种游戏规则比较清楚。这件事得到有关各方的认同，形成了新规则，结局是皆大欢喜，“一行三会”健全了体制机制，解决了高杠杆风险，重庆地区增加了几百亿元资本金，蚂蚁金服贷款公司得以恢复运转。

最后总结几句话。第一，全部金融的要义就是信用、杠杆、风险，不管宏观和微观都要管控风险，用足信用，合理杠杆。第二，要宏观上去杠杆和微观上去杠杆双管齐下。微观上去杠杆主要是在监管方面下功夫，主要是监管金融产品创新的风险杠杆管理，主要是把六种工具黏结剂和十八种常规金融牌照组合的时候，审查它们的杠杆率和各方面的问题。但是绝不阻止和取消金融产品创新，因为它本质上是要求在合理信用基础上把杠杆用足，然后创造新的产品方法灵活为实体经济服务，做得好是实体经济的助推剂；但做得不好就是鸡飞蛋打，需要我们引以为戒。

答 / 学 / 生 / 问

提问1：

我们同学当中有很多来自VC行业，这也算是金融乱象之外的一股清流。现在碰到有很多VC在募资过程当中比较麻烦，社会给的资金不是特别充足。刚才您演讲当中也提到直接融资需要大幅度提升。我的问题是，您认为长期资本这方面的供给主要来自哪个方面？通过什么手段会增加这部分的供给？

黄奇帆教授：

其实，从理论上说，一个社会，资本市场长期资本的来源，至少可以有十种以上的合规资金：一是企业年金；二是政府建立的养老、医疗等社会保险基金；三是商业保险公司的保险基金；四是各类企业，包含国有、民营企业的自有闲置的资金；五是富余家庭可用于投资的资金；六是政府财力组建的各种产业基金或引导基金；七是各类专业的资本运营公司或LP类投资公司的投资资金；八是各类金融机构按股权投资比例授予的融资融券的资金；九是商业银行资本金合规比例下的股权投资资金；十是境外合规投资资金。在中国目前的情况下，长期资本的市场制度还不健全，比如年金、商业保险公司资金的制度还不健全。一方面，中国社会的资金量极其充分，M2是GDP的2倍以上，但是分配比例和导向大部分进入了间接金融体系，进入了银行储蓄，然后又通过银行贷款，老百姓和企业的资金进入了房地产，被银行和房产这两个包吸掉太多的资金，最后大家会感觉直接金融的资金总是来源不足。

所以，我们常常说去杠杆，重点是降低国民经济的宏观杠杆率，在中国关键是降低非金融类工商企业的负债率，增加直接金融在金融体系中的比重，尤其是增加企业股权配资的比重。而要做到这一点，就要加快发展资本市场，深入推进资本市场基础性

制度的改革，深入推进私募基金和公募基金长期资本的来源渠道和制度建设。对于你所说的VC或PE，也就是风险投资基金和股权投资基金，它们一般是投资高科技或战略新兴产业的，国家应有一个系统的鼓励政策。首先，凡是好的风险投资基金、私募基金、国家的产业基金或者各个省的引导基金每年加起来就是几千亿元，这个资金作为引导资金放到私募或者风险资金只参与引导并鼓励分红，不进行管理，由私募基金GP团队进行管理。其次，凡是这种基金投资，实业、产业、高科技，一般会按照15%的所得税或者相应的优惠政策，这个也是一种激励。只要有这种激励，资金就会过来。

我刚才是从政府管理层角度在说话。从你的角度来说只有一件事，就是把你现在还弱小的VC或PE，哪怕只有5000万元，做到15%的回报，要不了两年，5000万元就可能变5亿元，如果还是15%的回报，再过三年，就会变成50亿元，因为只要你投资效益好，各种LP资金会源源不断地投到你的基金中来。所以，关键是把你自己的项目搞好。

提问2：

中国目前宏观高杠杆是否潜藏着较大的金融风险？

黄奇帆教授：

中国总的杠杆率，也就是政府、居民、企业部门全部债务大约为GDP的250%，这与美国大体相当。其中，政府负债比重为46%左右，居民负债比重为44%左右，企业负债比重为160%左右，政府负债比重不到美国的二分之一，居民负债比重也比美国低很多。但企业负债率是美国的2.3倍左右，究其原因，最重要的是中美融资结构存在较大的差别。美国以股权融资为主，企业融资的三分之二左右来自股权等融资，三分之一左右是向银行借款或发行债券等债务融资；而中国长期以间接融资为主，企业融资的90%依靠举债，10%为股权融资。中国政府正在花大力气合

理控制流动性和信贷规模，推动企业去杠杆，通过兼并重组、处置僵尸企业化解不良债务，这些措施正在逐渐发挥作用。在去杠杆过程中，中国政府高度重视防控重点领域金融风险，避免猛烈去杠杆对经济产生破坏性作用，同时更加注重深化金融改革，提高金融服务实体经济效率、增强金融系统对实体经济发展的支撑作用。从根本上看，降低企业杠杆的办法，是通过资本市场、股权融资市场的改革发展，把中国资本市场做大做强，发展多层次资本市场，包括股票市场、私募股权市场等，大幅提高直接融资比重，特别是股权融资比重。随着股权融资比重上升和股票市值增加，企业负债水平会大幅下降。如果推动中国企业负债比重从160%左右下降到100%左右，则宏观总杠杆也将从250%左右下降到200%以内，就会达到一个较为合理的水平，宏观债务风险将明显降低。

提问3：

我对中国政府债务特别是地方隐性债务负担比较担忧，请介绍相关情况。

黄奇帆教授：

截至2016年年底，中国政府债务余额为27.3万亿元人民币（其中中央政府债务余额12万亿元，地方政府债务余额15.3万亿元），负债率（与GDP的比值）为36.7%，低于欧盟60%的警戒线，同时也远低于美国联邦政府高达110%左右的负债率水平（2016年联邦债务19.8万亿美元，GDP为18.2万亿美元），总体债务风险可控。近几年，中国政府的财政和审计部门通过多方努力，基本摸清楚了地方政府隐性债务的情况，与原有政府债务合并计算，政府总负债率仍然不到50%。在全部的中国政府债务中，约80%主要用于生产性投资和基础设施建设，能够改善投资发展环境，产生税收利润和现金流，对债务有较好的承担能力，这与美国将绝大部分政府债务用于公共支出、基本不产生直接收益不同。另外，中国地方政府除每年获得税收外，还可以通过土

地出让获得近三分之一的财力，每年约有3万多亿元土地出让金收入，这部分收入可以起到平衡债务预算的作用。此外，为了有效化解地方政府债务风险，中国政府近两年还采取了一系列有针对性的措施：一是发行较低利息的置换债券减轻地方政府利息负担；二是由全国人大批准地方政府举债规模，设立举债“天花板”；三是将隐性债务收支显性化，纳入预算管理，接受各级人大审查监督；四是规范地方政府投融资平台运转，建立政府债务风险评估机制；等等。这些措施对防范化解财政风险发挥了重要作用。总之，中国的政府债务风险是完全可控的和可以化解的，不必对此过分担心。近期美国标普公司降低中国主权债务信用评级，主要是因为把国有企业承担的债务当成了政府债务，夸大了政府负债水平，是反应过度了。

提问4：

中国加强了对外汇的监管，外资企业担心在华利润不能正常汇出，影响投资信心，对此您有什么看法？

黄奇帆教授：

供给侧结构性改革的理论与实务

2018年12月17日

摘要：当下要推动中国经济进一步发展，除了一般的宏观调控、需求侧的一些调控以外，很重要的是要在供给侧上下功夫。供给侧结构性改革是基础性制度的改革、体制性机制性的改革，它会产生生产力发展的红利，形成长周期经济发展的动力。供给侧结构性改革与西方供给学派有根本区别，体现在“三个不同”，即宏观经济背景、经济学学理支撑、宏观政策要领不同。供给侧结构性改革是40年来中国经济改革开放的魂，是贯穿改革开放的主线和红线。“三去一降一补”是当前落实供给侧结构性改革的切入点和关键点，从长远来看，要着力从生产端入手改善供给结构，围绕具有重大潜在红利的供给侧问题，推动一批聚财型、生财型、资源优化配置型的改革事项。

供给侧结构性改革由习近平总书记在2015年11月中央财经领导小组第十一次会议上首次提出。如今，“供给侧结构性改革”已从一个重大决策，发展成为有别于西方供给学派、具有鲜明中国特色和较强实践指导意义的改革理论。如果我们系统审视改革开放历程，可以发现，供给侧结构性改革是改革开放的魂，既贯穿了改革开放的全过程，又是以习近平同志为核心的党中央在推进改革开放的事业进入新时代的理论升华。作为习近平中国特色社会主义经济理论的重要组成部分，供给侧结构性改革是我们在新形势下推进改革开放再出发的重要指南。

我们对供给侧结构性改革一定要完整地理解。可以用“供给侧＋结构性＋改革”这样一个公式来理解，即要从供给侧问题的研究出发，围绕具有重大潜在红利但又被制度压抑的供给侧问题，对症下药，用改革的办法解决问题，推进结构调整，实现资源优化配置，矫

正要素配置扭曲，扩大有效供给，提高供给结构对需求变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率，更好满足广大人民群众对美好生活的需要，促进经济社会持续健康发展。

2016年5月，习近平总书记在中央财经领导小组第十三次会议上指出，供给侧结构性改革的根本目的是提高供给质量满足需要，使供给能力更好满足人民日益增长的物质文化需要；主攻方向是减少无效供给，扩大有效供给，提高供给结构对需求结构的适应性，当前重点是推进“三去一降一补”五大任务；本质属性是深化改革，推进国有企业改革，加快政府职能转变，深化价格、财税、金融、社保等领域基础性改革。可见，供给侧结构性改革是一个复杂的系统工程，涉及方方面面。今天，我重点谈五个方面。

供给侧结构性改革的理论与实务

一
全面把握供给侧结构性改革的科学内涵

（一）供给侧结构性改革是体制机制的改革

与宏观调控中的总量调控不同，供给侧结构性改革是经济运行体制机制的改革，解决的是结构性问题。打个比方，如果把经济运行比作发动机在工作，总量调控相当于在调节发动机的油门，油门大小影响发动机运行速度；而供给侧结构性改革则是对发动机内在构造进行调整，是对气缸、变速器、给油回路进行改造，是结构性、体制性的改革，改变的是经济运行内在机制。

在切入点上，强调从供给侧着手，提高供给体系的质量和效率。经济活动总是在动态中实现均衡，供给结构与需求结构之间的匹配也是在动态中进行。但是，面对需求的瞬息变化，供给的能力和水平并不总是能够跟得上，时间久了，总会形成一些体制机制性的障碍，制约了供给结构适应需求变化的灵活性，产生了一些结构性失衡。这就需要通过激活市场主体（企业组织供给）、优化要素配置（要素供给）、降低营商成本（成本供给）、提高市场效率（制度供给）、增强创新动能（创新供给）等措施，来提高供给体系质量和效率，增强供给结构对需求变化的适应性和灵活性，推动经济运行从旧的平衡跃迁到新的平衡。

在着眼点上，供给侧结构性改革致力于提高全要素生产率，推动经济高质量发展。全要素生产率是衡量将投入转化为产出的效率的关键指标，也是经济发展质量高低的重要体现。提高全要素生产率，需要实现三大变革（即质量变革、效率变革和动力变革），这三大变革都在供给侧。比如质量变革，就是要将提高供给体系质量作为主攻方向，提升产业体系的国际竞争力，显著增强我国经济质量优势。比如

效率变革，就是要通过生产要素的合理流动和优化组合、企业兼并重组、产业转型升级，全面提高经济的投入产出效率。比如动力变革，就是要通过改革增强劳动力、各类人才、企事业单位等微观主体的创新动能和市场活力，加快动力结构的转换。这些都是供给侧结构性改革的重要组成部分。

在落脚点上，供给侧结构性改革是为了更好地满足人民日益增长的美好生活需要。供给侧改革本身不是目的，而是为了更好地适应和满足需求侧的变化。人民对美好生活的向往在不同的发展阶段体现的内容和形式是不一样的。从解决温饱问题到全面建成小康社会，社会主要矛盾的具体体现有所变化，但解决社会主要矛盾的抓手是不变的，即供给侧结构性改革。换言之，尽管不同历史阶段的供给侧结构性改革所体现出来的内容和重点也有所不同，但落脚点都是一个：为了更好地满足人民日益增长的美好生活需要。

（二）供给侧结构性改革不同于西方供给学派

习近平指出："我们讲的供给侧结构性改革，同西方经济学的供给学派不是一回事，不能把供给侧结构性改革看成是西方供给学派的翻版。"中国的供给侧结构性改革与西方经济学的供给学派至少有三点不同。

一是与西方供给学派只从供给侧施策不同，我们的供给侧结构性改革重点从供给侧发力的同时，还配合精准有效的需求侧管理。20世纪70年代美国经济陷入了"滞胀"的困境，传统凯恩斯主义的药方似乎不灵了。与凯恩斯主义强调需求管理不同，供给学派认为过高的税收会扭曲人们从事劳动和投资的激励（即所谓的"拉弗曲线"），应大幅减税来鼓励生产和就业，增加总供给，进而实现宏观层面抑制通货膨胀、降低财政赤字的效果。与供给学派不同，我们的供给侧结构性改革在发力供给侧的同时，还配合以精准有效的需求管理。如通过加强基本公共服务和民生保障、精准脱贫、完善消费环境等举措，充分发挥消费对经济发展的基础性作用；深化投融资体制改革，发挥投资对稳增长、调结构的关键性作用，确保财政支出对重点领域和项目的支

持力度，促进有效投资特别是民间投资合理增长；大力优化出口结构，提高出口商品和服务质量，推动出口市场多元化，在扩大进口的同时努力保持国际收支基本平衡。[1] 事实证明，这是平衡总供给和总需求、推动经济持续健康稳定增长的有效办法。有学者研究指出，声称大搞“供给革命”的里根政府经济政策并不是真正的供给侧政策，而是综合了供给和需求两方面的政策组合；而且，之所以能顺利解决通货膨胀问题，主要得益于时任美联储主席沃克尔采用强硬的货币紧缩政策，而这又来自货币主义对需求管理的主张。[2]

二是与供给学派只强调市场机制不同，我们的供给侧结构性改革强调政府与市场“两只手”要共同发力。在供给学派眼里，政府管制、社会福利支出过大是造成滞胀的重要原因，因此在减税的同时还主张放松政府管制、削减社会福利开支。里根总统在就职演讲中就宣称，“政府不是解决问题的办法，政府恰恰就是问题的所在”。供给学派依据萨伊定理，认为微观效率改进会增加供给，而供给增加会带来收入增加，最终会传递到消费需求。这种将微观行为简单加总后推理出宏观效果、总量效果的逻辑实际上是行不通的。里根总统的实验表明，在总需求不足的经济衰退期，即使政府做出了必要的改革，微观效率的改进也不见得会实际发生，在总体过剩的环境下企业也不大可能有动力去增加产品供给，萨伊定理的逻辑链条根本就无法传导下去，供给学派所依据的“拉弗曲线”的故事也并未实现。我们的供给侧结构性改革则强调将市场“无形的手”和政府“有形的手”结合起来，既要发挥市场在资源配置中的决定性作用，又要更好发挥政府作用。一方面，以市场化、法治化的手段推动产能过剩行业市场加快出清，建立公平开放透明的市场规则和法治化营商环境，促进正向激励和优胜劣汰；另一方面，更好发挥政府作用，提出制定宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的总要求。

三是与供给学派只强调私有化不同，我们的供给侧结构性改革强调坚持两个“毫不动摇”。供给学派基于其根深蒂固的自由主义经济学传统和资本主义经济制度，对国有经济和国有企业的效率持怀疑甚至否定态度，在政策上体现为私有化，力图通过对国有企业的私有化来

激活市场主体活力，进而达到宏观上刺激增长的效果。这突出表现在英国撒切尔夫人担任首相时推动的私有化改革。与供给学派不同，我们的供给侧结构性改革是在中国特色社会主义的前提下，基于社会主义基本经济制度，对经济运行机制所进行的系统性调节。换言之，我们不是要搞私有化，而是坚持两个毫不动摇：一方面毫不动摇发展非公有制经济，强调通过深化改革降低全社会各类营商成本，增强微观主体活力，发挥企业和企业家主观能动性；另一方面毫不动摇壮大发展公有制经济，强调建立健全国有资本形态转换机制，以国有资本投资、运营公司为平台推动国有经济布局调整，做强做优做大国有资本。这两个毫不动摇实际上让我们的供给侧结构性改革有了与西方供给学派相比更多的政策工具和更有效的政策措施，有利于更好地解决经济运行中出现的结构性问题，有利于破除阻碍供给结构与需求结构对接匹配的体制性障碍，进而提高供给体系的效率和质量。

二

供给侧结构性改革是贯穿改革开放历程的主线

改革开放以来，中国的经济社会发展取得了举世瞩目的成就。与苏联等计划经济国家不同，中国的改革开放之所以取得成功，恰恰是因为因势利导、与时俱进地开展了供给侧结构性改革。可以说，供给侧结构性改革是中国改革开放的魂。这里暂举几个具有典型意义的例子。

（一）培育新市场主体，增加企业组织供给

众所周知，计划经济之所以缺乏活力，一个重要原因就是真正面向需求开展市场化经营的经济组织存在严重不足。为此，中国自20世纪80年代起的改革就注重从根子上解决这一问题。一是将人民公社的集体劳动改为家庭联产承包责任制，释放了亿万农民的积极性，迅速扩大了农业产出规模。二是非公经济取得了合法地位，民营经济的发展空间逐步打开，个体户、私人企业蓬勃发展起来。这几十年来形成了7000多万个体户，3000多万个私营企业。三是国有企业经历了放

权让利、深化改革，逐步建立起现代企业制度，成为自主经营、自负盈亏的市场主体。四是出现了一波又一波的、按照现代企业制度运作、代表新兴生产力的上市公司。目前，我国境内上市公司有3500多家，营业收入占到GDP的一半，年度分红将近1万亿元。五是引进外资。如今引进的外资按注册资本计算将近2.8万亿美元，形成了50多万亿元人民币的总资产，[(3)] 相当于整个中国工商资产的30%左右。正是在这些经济组织的参与下，中国经济的供给侧很快摆脱了计划经济体制的束缚，生产出了越来越多适销对路的产品，也衍生出越来越多样化的需求，中国经济自此走上了高速增长的快车道。

（二）减轻企业负担，降低综合经营成本

改革初期，我国企业的主体以国有为主。这些企业普遍存在冗员过多、企业办社会、大量呆坏账、资本金不足等问题。如何让这些企业轻装上阵、公平参与竞争，也是一个供给侧问题。这方面，当时的党中央国务院主要采取了以下几方面措施。一是对部分企业员工实行下岗再就业。当时为了给企业减负，有近4000万冗员被剥离进再就业中心、实行下岗再就业。此举帮企业减少了4000万员工，按照当时人均1万元的收入标准计算，4000万人的直接成本就是4000多亿元。企业一下子减少了这4000多亿元的直接成本。事实上，那时候的GDP也就4万亿元，4000亿元相当于GDP的10%，也就是说GDP的10%的成本被减掉了。二是解决企业办社会问题。那时候稍微大一点的企业从医院到学校，甚至火葬场应有尽有，生老病死的社会事业都在企业里。通过剥离社会事业，至少帮企业卸掉了几千亿元的成本，这也是降成本的典型案例。三是核销坏账和债转股。1997—1998年总共核销了将近5000亿元的坏账，相当于当时GDP的4%。20世纪90年代末，为化解金融风险，实施了将近1.3万亿元的债转股，相当于当时中国全部贷款余额的8%左右。总的来说，上述这些措施的重要作用就是大幅减轻了企业的政策性负担，为企业公平参与市场竞争创造了重要前提。

（三）实施价格“双轨制”改革，培育市场机制

20世纪80年代，受长期计划体制影响，工业品生产资料的价格严重偏低，价格既不反映价值，也不反映供求，一方面形成了“短缺”，另一方面积存了“隐性通货膨胀”。若一下子放开价格，则必然会引发显性通货膨胀。当时的决策者采取了计划内国家定价、计划外市场调节的“双轨制”价格改革的思路。在操作过程中，尽管出现了价格水平不断上涨、部分产品倒买倒卖现象严重等问题，[4] 总的来说，双轨制对当时的宏观经济产生了多重刺激效果。一是刺激了工业生产，有利于搞活企业。一些地方企业所需要的工业品生产资料，原来在国家计划内是拿不到的，但双轨制使得这些企业有可能用高价买到急需的能源和原材料，在当时有利于促进生产，增加商品的有效供给。二是随着供需逐步平衡，一些计划外的高价逐步稳定下降，与计划内产品的国家定价趋近，双轨最终并为一轨。三是为工业品生产资料市场的发育成长和价格机制发挥作用创造了条件。后来，国家针对一些生产资料探索建立期货交易市场，先后推出了大宗农产品、有色金属、能源等品种的期货合约，这些大宗商品逐步形成了全国统一价格，市场趋于透明化，过去长期困扰我们的流通混乱问题和价格混乱问题迎刃而解。[5] 这也是供给侧结构性改革的经典案例。

（四）推进城镇住房制度改革，释放增长动能

1978年开启的中国住房制度改革做了两个方面的事情：一是福利住房产权化，就是将福利住房产权由单位转移给职工家庭；另一个是住房商品化，允许私人建房或者私建公助，鼓励外商和房地产企业开发商品住房。然而，直到20世纪90年代中后期，尽管城镇人均居住面积达到8.8平方米（1997年），是1978年的2倍多，但住房分配体制始终没有发生根本性变革，福利分房仍处于主导地位。1997年的亚洲金融危机爆发后，为防止经济下滑、稳定经济增长，国务院于1998年7月3日下发了《关于进一步深化城镇住房制度改革　加快住房建设的通知》（国发〔1998〕23号文），决定从1998年下半年开始停止住房实物分配，从而为市场化的商业机构取代政府成为城镇居民住房的主体供给者扫清了最后障碍，自此中国进入了全新的住房市场化时代。1998年房地产投资占GDP比重约4%，而到了2004年该比重飙升

至8%，甚至成为支柱产业。在房地产业的带动下，上游原本已经过剩的钢铁、建材等重化工业迅速由过剩变为短缺，价格暴涨；下游的家装、家电和物业管理等产业也走上了风口。可以说，城镇住房的市场化改革几乎以一己之力将中国GDP重新推回10%以上的超高速增长。[6] 这应该是以供给侧结构性改革解决宏观经济增长问题的典型案例。

（五）优化营商环境，降低制度性交易成本

在由计划经济向市场经济转型中，如何有效降低制度性交易成本是影响改革成败的重要因素之一。至少有三件事体现了这方面的努力：一是各地涌现的保税区等海关特殊监管区。这类区域以自由便利、零关税的制度环境，为企业发展外向型经济提供了十分重要的平台，直接带动就业岗位200多万个，真正实现了“小区域、大产出”，在扩外贸、引外资、促升级、稳就业等方面发挥了巨大作用。[7] 二是自1984年设立首批开发区以来，我国从沿海到内地设立了几十个国家级开发区、几百个省市级的开发区，各地市州、区县的开发区更是不计其数，成为推动我国工业化、城镇化快速发展和对外开放的重要平台。这些开发区在促进体制改革、改善投资环境、引导产业集聚、发展开放型经济方面发挥了重要作用。特别是一些国家级省市级高新技术产业开发区的税收优惠力度很大，实行15%的企业所得税率，远低于20世纪80年代初55%的企业所得税率。三是2001年中国成功加入WTO。作为对外开放的里程碑，这不仅直接推动了我国对外贸易体制的改革，还倒逼我们根据世贸组织的有关规则来优化营商环境，降低制度性交易成本，提高参与国际竞争的能力。这些也是供给侧结构性改革的具体案例。

以上列举的五条，是当时的决策者们根据工作实际提出并实施的一系列从供给侧着手、致力于解决经济运行中的结构性问题的重大举措。类似这样的案例还有很多，加起来构成了中国改革开放的精彩画卷，是推动中国经济克服种种困难、实现体制转型、保持长期高速增长的内在动力。可以说，供给侧结构性改革是中国改革开放的魂。

三

十八大以来的供给侧结构性改革是新时代改革开放伟大实践的新探索

任何经济改革都是在给定的边界条件下针对特定历史时期的主要矛盾展开的。边界条件变了，主要矛盾变了，改革的具体措施也会有新的变化。十八大以后，中国的经济社会出现了一些新特点、新问题和新矛盾，突出表现在以下五个方面。一是我国经济进入“三期叠加”的新阶段，经济发展步入新常态。二是社会主要矛盾发生转化，人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾越发凸显。三是体制环境发生根本性变化，体制转型任务基本完成，与过去相比，那种“一部分人受益而其他人不受损”的帕累托改进式的改革机会越来越少。四是国际环境发生深刻变化，随着中国经济规模于2010年超过日本成为世界第二大经济体，中国日益走进世界舞台的中央，正由过去的“因变量”演变为既是“因变量”也是“自变量”。五是出现了新一轮产业和科技革命，以新一代信息技术、生物技术、能源技术、材料技术等创新和应用为代表的新一轮科技和产业革命正日益塑造着新的全球经济竞争格局。针对这些新特点新问题和新矛盾，以习近平同志为核心的党中央提出的供给侧结构性改革的新思路，既是对过去改革开放实践经验的理论升华，又是对新形势下推进经济社会高质量发展的创新探索，具有新的时代特征。

（一）以“三去一降一补”为先手

2015年前后，我国经济运行呈现出不同以往的态势和特点。受国际金融危机深层次影响，国际市场持续低迷，国内需求增速趋缓。特别是随着前期刺激政策逐步退出，我国部分产业供过于求的矛盾日益凸显，传统制造业产能普遍过剩，特别是钢铁、水泥、电解铝等高消耗、高排放行业尤为突出。同时，由于市场机制不健全，大量僵尸企业吞噬着经济中宝贵的资源却无法创造价值。房地产价格飙涨的同时，库存持续扩大，2015年底待售面积达71853万平方米，库存达到历史高位。总体经济的债务增速过快，杠杆率过高，部分企业资产负

债率达到甚至超过了70%，系统性金融风险持续累积。企业税费负担较重，制度性交易成本居高不下。涉及民生社会事业的短板较为突出，大量有效需求有待进一步释放。

对此，中央提出了以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革新举措，经过几年努力，经济运行中的短期结构性矛盾得到了有效缓解，取得了积极成效。去产能方面，2016—2018年，我国累计压减粗钢产能1.5亿吨以上，退出煤炭落后产能8.1亿吨，淘汰关停落后煤电机组2000万千瓦以上，均提前两年完成“十三五”去产能目标任务，大量僵尸企业被淘汰，改善了市场竞争秩序和优质企业发展环境。去库存方面，到2018年底，我国商品房待售面积为52414万平方米，比2015年减少了27%。去杠杆稳步推进，按照市场化、法治化原则启动了新一轮“债转股”。截至2019年4月末，市场化法治化债转股签约金额已经达到2.3万亿元，投放落地9095亿元，已有106家企业、367个项目实施债转股；实施债转股的行业和区域覆盖面不断扩大，涉及钢铁、有色、煤炭、电力、交通运输等26个行业。[8] 降成本持续发力，通过营改增、放管服等连续多年致力于减税降费，其中2016年实现5736亿元、2017年实现超过1万亿元、2018年为1.3万亿元，加起来接近3万亿元。补短板成效明显，创新驱动、基础设施、脱贫攻坚、城乡统筹发展、民生建设、生态环保等领域投入力度持续加大。这些具体改革措施，与20世纪90年代的很多改革有异曲同工之妙，一下子使重点行业供求关系发生明显变化，供给弹性大幅提升，经济效益持续改善，系统性风险趋于下降。

（二）以“巩固、增强、提升、畅通”八字方针为要旨

在“三去一降一补”取得阶段性成效的基础上，2018年12月的中央经济工作会议提出了“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，即巩固“三去一降一补”成果，增强微观主体活力，提升产业链水平和畅通国民经济循环。如果说“三去一降一补”治的是急症、解的是表，那么这个“八字”方针则注重在“解表”的基础上，通过细致入微的“慢调理”来“活血”（增强微观经济主体活力）、“扶正”（提升产业链水平）、“化瘀”（畅通国民经济循环），治的是长期以来经济运行中积

累的“病根”——深层次的制度性障碍和结构性矛盾。

比如在巩固“三去一降一补”方面，推进市场主体退出制度改革，更加注重通过市场化、法治化的手段来淘汰“僵尸企业”；深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，2019年全年实现减税降费超过2万亿元。在增强微观主体活力方面，突出强调“两个毫不动摇”，强化产权保护、激发企业家精神；深化国资国企改革，推出了第四批100家以上新的混改试点；等等。在提升产业链水平方面，研究谋划新一轮全面创新改革试验，抓紧布局国家实验室，在关键领域布局建设若干国家制造业创新中心，启动实施一批制造业技术改造和转型升级重大工程。(9) 在畅通国民经济循环方面，全面实施市场准入负面清单制度，打通国内市场和生产主体的循环；破除妨碍劳动力人才社会性流动的体制性障碍，打通经济增长和就业扩大的循环；提升金融体系服务实体经济的能力，打通金融和实体经济的循环。(10)

总的来说，这八字方针仍然是瞄准“企业”“要素”“营商成本”“制度效率”“创新动能”等供给侧，但在操作上更加切入到经济运行的内在机理之中，着力从体制机制的层面解决结构性问题。如果说，“三去一降一补”是供给侧结构性改革的1.0版本，那么八字方针就是2.0版本，体现了以习近平同志为核心的党中央驾驭中国这样一个超大经济体的高超艺术和领导水平。

（三）以新发展理念为依归

如果我们把“三去一降一补”理解为短期平衡问题，那么十八届五中全会提出的“创新、协调、绿色、开放、共享”的新发展理念则致力于解决长远发展导向问题。可以说，新发展理念是新时代供给侧结构性改革的根本依归。事实上，近年来，除了贯彻落实“三去一降一补”和八字方针外，围绕新发展理念，一些重大改革举措也是实打实的供给侧结构性改革。

比如，围绕创新发展，持续推进大众创业、万众创新，催生激活了亿万新市场主体。2018年，日均新设企业超过1.8万户，市场主体

总量超过1亿户；扩大科研机构和高校科研自主权，改进科研项目和经费管理，深化科技成果权益管理改革，充分释放创新潜能。围绕协调发展，将京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长江经济带发展、长三角一体化和黄河流域生态保护和高质量发展等上升为国家战略，加快培育一批城市群都市圈，形成推动高质量发展和高水平开放的区域增长极。围绕开放发展，加快推进FTA谈判和自贸试验区改革创新，RECP即将达成，积极参与WTO改革，有力维护和加强了多边贸易体制；形成了18个自贸试验区1个自由贸易港的对外开放高地；“一带一路”建设和国际产能合作成效显著，两次举办“一带一路”国际合作高峰论坛；成功举办首届中国（上海）进口博览会等。围绕绿色发展，确定长江经济带“共抓大保护，不搞大开发”的总体思路；探索建立国家公园体制；连续开展多轮环保督察，纠正了长期以来重增长轻环保、先污染后治理的错误做法；“蓝天”“碧水”“增绿”“留白”“降耗”等城市环境整治见效显著。围绕共享发展，全面打响脱贫攻坚战，即将于2020年完成脱贫攻坚任务；大力实施了“健康中国”战略，通过深化医药卫生体制改革，推动医疗卫生资源下沉；等等。

同样，这些改革举措有的致力于激发市场主体活力、增强经济创新动能，有的着眼于打造城市群都市圈、培育新动力源，有的通过规则等制度型开放引入更多优质外资供给，有的则着眼于通过建设绿水青山为人们供给更好的生态产品，还有的致力于弥补公共服务短板、促进共享发展。这些改革有一个共同特征，都是在供给侧通过深化结构性改革，来满足人民日益增长的美好生活需要，进而推动改革开放向着更高水平、更深层次和更宽领域大步迈进。

四
着力从生产端入手改善供给结构

习近平总书记明确指出，推进供给侧结构性改革，要“从生产领域加强优质供给，减少无效供给，扩大有效供给，提高供给结构适应性和灵活性，提高全要素生产率，使供给体系更好适应需求结构变化”。具体工作中，需着重抓好以下几个方面。

（一）发展壮大支柱产业和战略性新兴制造业

当前，我国工业发展产能过剩与产能不足并存：一方面，钢铁等行业产能大量过剩，拉低了中国工业发展的速度和效益；另一方面，新材料等领域又有大量产能不足，制约了中国工业发展的势头。这是因为，这些产能不足的产品，往往有高技术、大市场、大资本等特征，不是谁想干就干得了的。为此，要围绕工业支柱产业和战略性新兴产业，瞄准市场需求的新变化和新特征，加强中高端产品供给，促进高水平的供需平衡。为此，要把握五大环节。

一是面向时代主打产品的大市场。每个时代都有进入千家万户的主打产品，谁能成为这些产品的生产基地，这个城市就会成为经济发展的领跑者。比如20世纪六七十年代，进入中国家庭的主打消费品是自行车、手表、缝纫机、收音机“老四件”；到了八九十年代，空调、冰箱、洗衣机、彩电等又成为新一个时代的主打产品；21世纪以来，汽车、电脑、手机、平板电视等产品则逐渐走进平常百姓家庭。这些年，重庆顺应全球家庭消费潮流，瞄准这些主打产品，走在了全国前列：汽车，去年产量达316万辆，是全国最大的生产基地；电脑，每年生产6000多万台，其中笔记本电脑占据全球三分之一的份额；手机，去年产量近3亿部，占全国的14%，仅次于广东；液晶面板，有京东方、惠科两大项目，2018年上半年产量增长2.3倍，成为全国产量最大的地区之一。得益于这四大家庭消费品独占鳌头，重庆工业增速连续多年保持全国前列，推动GDP连续多年领跑全国。今后十年，从世界范围看，包括VR、AR在内的穿戴式智能终端、物联网智能终端、机器人、3D打印机等可能成为主导产品，这应该成为我们产业发展的方向。

二是推动产业链集群化发展。这不仅可以使产业链的上中下游企业之间的资源要素实现有机整合，避免行业内的供需错配，使供给更加精准有效，还能通过产业链条上生产技术和工艺的良性竞争，推动企业不断创新，促进优胜劣汰，延长产业的寿命周期，实现产业能级的快速跃升。以重庆为例，通过抓好上中下游产业共生，推动同类企业同类产品集聚，形成了由五大品牌商、六大代工厂和900多家配套

企业构成的电子信息产业集群，以及以长安汽车为龙头，集聚十大国内外汽车品牌商、1000家零部件厂的汽车产业集群，两大产业产值均超过5000亿元，贡献了全市50%以上的工业利润。

三是促使生产性服务业一体化推进。下功夫抓好研发设计、物流运输、金融结算等生产性服务业，有助于显著增强产业核心竞争力。比如重庆，通过打通“渝新欧”国际物流大通道，将笔记本电脑等产品运往欧洲销售，每箱千米运费从最初的1元降到0.55元，已与海运成本相当，但节约了30多天时间，就有了竞争力。重庆还把加工贸易最核心的结算吸引过去，每年形成近1000亿美元的离岸金融结算量，带来一定量的银行结算收益和政府税收。这成为重庆电子产业利润连续几年增长35%以上的重要原因。

四是瞄准高技术企业招商。“中国制造2025”提出的几十个产品为什么一直是中国的短缺？很重要的原因，就是科技含量高，技术门槛也比较高，一般的企业干不了。能够掌握这些技术的企业，全世界屈指可数，一般也就八个、十个。因此，招商引资首先就要瞄准这些领域的龙头企业，再延展各产业链条。比如重庆市的集成电路产业，围绕原材料、单晶硅切片、芯片制造、芯片设计、封装测试等，引进了韩国SK海力士、美国AOS、英国ARM、奥地利AT&S、中电科技、中航微电子、西南集成等高科技龙头企业，形成了较为完整的产业生态链。与20世纪八九十年代拼优惠政策的招商引资不同，现在招商引资需要从供给侧角度进行顶层设计，整体策略确定后再谋动。需求侧是大水漫灌，不需要顶层设计的，困难企业因为大水漫灌也会活过来，而优质企业往往感觉不到有多大的改善。从供给侧发力的时候，往往是好的会更好，差的被收购兼并破产关闭，过剩产能被消除，这种状态才是良性的。

五是投融资模式创新。战略性新兴产业领域的项目往往投资额都很大，比如液晶面板，一个项目少则300亿元，多则400亿—500亿元，而且不是十年逐步投下去，往往要求就在一两年要到位。这样大的资本需求，即使是实力很强的企业，只靠自己的资本积累也是难以进行持续投入的。发展战略性新兴产业，当前并不缺技术，也不缺市场，关键是解决好投融资问题。以前，大家会用低成本招商，砍胳膊

砍腿，这不行。面对战略性新兴产业的招商，不仅要通过产业链招商、资源和市场配置招商等，还要运用好资本手段招商，比如重庆京东方8.5代液晶面板项目，投资额需330多亿元，作为上市公司的京东方自有资金也无法支撑，后来通过资本市场定向增发的融资模式，由重庆企业认购100亿股入资210亿元，京东方再通过银行融资118亿元，满足了项目建设资金需要。通过这一资本运作，一方面使京东方项目仅用时16个月就投产，现在产品供不应求；另一方面重庆不仅多了一个高科技公司，每年新增200多亿元产值，而且持有的京东方股票收益超过200亿元。现在，重庆又利用赚来的钱与京东方合资投入480亿元搞了一个柔性液晶面板项目。这一案例中，既有资本市场的资金供给，又有高科技企业的技术供给，还有产品供不应求的市场供给。习近平总书记视察后，赞誉它是“供给侧结构性改革的成功案例”。

（二）加快发展战略性新兴服务业

当前，个性化、多样化消费渐成主流，新技术、新产品、新业态、新商业模式不断涌现，高水平引进来、大规模走出去同步发生。知识密集型的战略性新兴服务业，正在成为经济新常态下非常重要的发展变量。在保持批发零售、交通运输、物流会展、住宿餐饮等六大传统服务业平稳增长的同时，要加快推动一批战略性新兴服务业发展，促进服务产品供求的更高层次平衡。主要在五个领域。

一是新兴金融服务。在确保守住金融风险底线的前提下，深化金融创新改革，积极推动离岸金融结算、金融租赁、消费金融、金融保理、互联网信用服务等新兴金融业务发展，推动各类金融牌照更好发挥功能。

二是跨境贸易服务。在FTA背景下，这些年全国的服务贸易保持了年均20%左右的快速增长。包括跨境电商、保税贸易、总部贸易和转口贸易、服务外包等。比如，重庆作为国家跨境电商全业务试点城市，跨境B2B、B2C、C2C等发展都比较活跃。

三是互联网云计算大数据服务。我国已进入IT、DT并行的时代，

现代互联网和云计算大数据服务供求两旺。整体看，云计算大数据产业的上游基础设施、中游服务器建设发展快，下游需突破一批关键技术，大力发展数据通信、存储、处理、应用及软件开发等业务，提升互联网和云计算大数据服务能力。

四是研发设计等专业服务。研发设计、专利技术、工程咨询等，资本技术高度密集。要推动专业服务市场化，促进传统研发设计中心向成本控制中心、利润中心转变，打造一批专业化研发设计市场主体，满足多元化、高端化的市场需求。

五是新兴消费服务。随着居民消费需求的档次提升，供给也亟须作出相应调整。要顺应需求结构变化，积极发展大健康、旅游休闲、影视文化创意、城市配送及冷链等服务业，满足居民多层次的服务消费需求。

（三）切实强化创新驱动

从本质上讲，创新就是通过创造新供给来催生新需求，一旦资本、资源、人力资本开始向新供给集中，老产业的生存空间就会受到挤压，产能过剩才能根本消除，而整个经济不但恢复平衡，而且能级还会有一个大跃升。国务院反复倡导大众创业、万众创新，现在各城市、各大学、各开发区都在推进各类孵化器和小微企业发展，在此过程中要把准脉络。如果关键环节把握不住，干到后面一堆乱糟糟，事倍而功半。做好创新驱动，关键是抓住三大环节。

一是要分类推动创新三阶段。创新可分为三个阶段：第一阶段“0—1”，技术创新无中生有。这是少数高层次专业人才在科研院所的实验室、在大专院校的工程中心、在企业研发中心搞出来的，不可能是老百姓、大学生，千军万马都跟着“创新”，需要的是国家科研经费、企业科研经费以及种子基金、天使基金的投入。第二阶段“1—100”，创新成果变成一定的生产力。包括小试、中试，也包括技术成果转化为产品开发，形成功能性样机，确立生产工艺等，这方面就要调动各类智商高、有知识、肯下功夫钻研的人千军万马、万众创新，建立各类小微企业，在各种科创中心、孵化基地、加速器干活，目的是形成

让人看得见摸得着的产品生产过程。第三阶段“100—100万”，变成大规模生产能力。比如一个手机雏形，怎么变成几百万部、几千万部最后卖到全世界去呢？要生产基地，这是各种开发区、大型企业投资的结果。因为创新有阶段性，所以不能“胡子眉毛一把抓”。

二是科研成果收益分配要实施“3个三分之一”。有效的激励政策和收益分配，能够激发科技人员和机构的巨大创造活力。比如，斯坦福大学、麻省理工学院周围，吸附了数千个专事成果转化的创新型中小企业，形成了近万亿美元产值，很重要的原因是科研成果收益分配的“3个三分之一”。美国《拜杜法案》规定，凡是使用政府科技或企业资本投入产生的成果，其获得的收益“一分为三”：三分之一归学校或公司，三分之一归研发团队，三分之一归负责转化成果的中小创新企业。这个跟我国的不同在哪？以前计划经济的时候，一切专利归国家和集体所有；党的十五大后，成果发明人可以获得25%—50%的专利权；最近两年，进一步放开，成果发明人享有的股权可以达到50%甚至75%。政策的着力点主要是针对研发人员。仅仅这样，还是不够的。要知道，能搞出“0—1”的不一定搞得出“1—100”，设计发明人与科普转化者、生产工艺转化者、生产制造组织者是两个完全不同的体系。这也是为什么我们给了发明人50%、75%的股权，最后好像没看到太多的千百万富翁、亿万富翁出来，因为他们所有的成果没有变成现实生产力，还是0。这方面，我们应该好好学习《拜杜法案》，把科研机构、研发人员、科技企业三方积极性都调动起来，加速科研成果转化和产业化。

三是创新平台要集合六大功能。一些地方搞孵化器，一栋楼不分青红皂白，免几年房租，用低租金成本吸引几百家企业，“拉进篮子都是菜”的搞法，除了热闹，效果不会好。美国硅谷之所以孵化能力强，很关键的是，这些孵化器集合了六大功能。一是项目甄别。聚焦专业领域，把好准入环节，不能散而杂。比如生物医药孵化器，不能弄一堆机器人孵化企业。二是培训指导。创新创业者经过培训，成功率一般可从10%提高到30%。三是共享服务。公共实验室、专用设备或专业设施，由孵化器提供。四是股权投资。有种子基金、天使基金、风投基金、引导基金等多层次投入体系，覆盖企业生命周期的不

同阶段。五是收购转化。通过上市、集团收购、合资合作、成果转让等措施将成果转化为生产力。六是资源集聚。孵化器应成为行业信息传递、知识交流、人才汇集的窗口。一个城市，创新平台不在于大批量、排浪式地去搞几十个、几百个平台，关键是要集合应有功能。一个符合要求的平台可以带出上百家企业，如果贪大求多，最终可能很多是空头平台，变成了形象工程。

五
围绕具有重大潜在红利的供给侧问题，推动一批聚财型、生财型、资源优化配置型的改革事项

供给侧结构性改革就是围绕制度问题、企业动力问题、技术创新及创新驱动问题、资源要素供给问题和劳动力、人才供给问题五个方面的核心要素、经济要素进行制度化的结构性改革。一旦改革推动到位，一定会产生改革的红利，生产关系调整之后带动生产力的发展。当下，至少有十个方面可以推动的、具有重大潜在红利的改革，而这十个方面其实都是党中央、国务院近年来已经在安排和着力推动的重大改革事项，需要我们各级干部具体贯彻落实，并执行到位。

第一，投融资PPP模式改革。最近，全国人大财经委、财政部等都在分析PPP的一些问题，但在公平公正、风险共担、利益共享的前提下让社会资本参与政府公共服务项目，这个方向是对的。关键是要做到“五种平衡”：第一，凡市场化收费可以平衡投资的，比如高速公路项目，就完全放开，由市场主体来做；第二，凡当期收费较低、暂时平衡不了的，像供排水、停车场等项目，就可以通过逐步调价的措施，使项目最终形成投入与产出的大体平衡；第三，凡是由政府提供的公共服务、不能收费的投资项目，要通过政府采购、分期付款的方式，把一次性投资变成长周期的公益服务采购，以时间换空间，形成长周期的投入产出平衡；第四，凡是特别大的投资项目，比如地铁项目，没有条件以采购方式推进运作的，政府就应以地铁车站加盖物业等措施，配置相应土地资源，使其平衡；第五，对土地开发整治等收益很高的公共服务项目，政府要限定投资者的收益幅度，不能损害公

共利益，否则就是搞利益输送。在推进中，要注意严防“五种问题”：一是防范“形股实债”的PPP，让政府背上高息债务；二是防范投资方在实际经营中乱收费，加重老百姓的负担；三是在一个地区要统一相关实施标准，防止同类项目不同标准；四是防范灰色交易，PPP项目往往集土地转让、项目招投标、资产收购兼并于一身，必须按规范程序操作，确保交易公开、行为规范、程序合法；五是防范项目遇自然灾害等不可抗力因素，如果影响到项目正常运转时，政府应及时施以援手，决不能出了问题撒手不管。有了这些规矩，PPP项目就能够有效推进，既不让投资者吃亏，政府也不吃亏，群众也不加重负担。

第二，改革财政资金分配方式。过去，我们主要采取审批制的拨款方式，对产业发展进行补贴，并通过相关部门分配给一个个项目。每年国家财政拨款有几千亿元，重庆也有上百亿元。这种体制机制，往往造成三种后果：一是资金闲置，结转结余资金沉淀多；二是资金使用效果怎么样，不好评估；三是审批权力过于集中，企业“跑部钱进”，一不当心会出现很多灰色交易。这种问题，如果不在源头上缩小审批权，从体制机制源头上消除腐败的土壤，仅仅靠你监督我、我监督你，或者靠各委办局工作人员两袖清风自我约束，解决不了根本问题，一旦出问题，往往“一抓抓一窝”。如果把这些资金用来设立产业引导股权投资基金，一是会产生1：3或1：4甚至更高的杠杆比，撬动社会资本跟进；二是交由专业基金团队管理，政府工作人员不再直接参与具体管理运作，减少政府审批；三是发挥基金市场化运作机制，推动资源配置按市场规则、市场价格、市场竞争实现效益最大化和效率最优化；四是市场资金要追求效益，也会提高财政资金投资收益。三年前，重庆把财政投入产业发展的三分之一左右资金拿出来做产业引导股权投资基金，现在已发起设立专项基金24只，总规模达到240亿元。在推进中，要用负面清单防范风险：一是不能政府派官员操控GP团队，否则就等于政府自己搞了几个公司；二是不能政府基金到位了，引入的市场资金拉不过来，变成政府资金单打一地干；三是不能把不符合私募投资基金管理要求的机构和资金拉进来，资金来源必须“干干净净”，不能搞众筹，不能搞乱集资，不能搞股转债、债转股，不能搞信托融资、银行资金等所谓的“通道业务”；四是投向上不能参与市场投机，主要搞企业投资、股权投资，不炒房，不炒外汇，

不炒股票，更不能变成融资贷款公司放高利贷。

第三，对外资金融机构开放。经过40年改革开放，我国引进的外资几乎等于全部工商业资产的30%，这也是中国进出口50%的推动力量。但是，我们在金融领域的基础性制度开放不够，目前外资金融机构只占整个中国金融资产的百分之一点几。我们在三个方面的开放度有限。首先，外资不能办某些类别的金融企业，或者不能展开某些新业务，这是市场准入的门槛问题。其次，即使准入了，还有股权比例的限制。第三，即使工商注册登记了，还有营业范围的限制。由于各类限制过多，一些外资银行跟一个办事处也没有多大区别。中央高度重视这件事。从去年4月份到现在，中央有关方面的四个部委，国务院金融稳定发展委员会、中国人民银行、银保监会和证监会，相继出台了64条很具体的开放性规则，其中有24条是关于市场准入的，有11条是关于股权比的，有29条是关于经营范围的。准入类方面强调在准入前给予外资同等国民待遇，股权方面可能会逐步让外资控股甚至独资设立境内金融机构，营业范围方面则放开各种各样业务的许可。这64条到位的话，相信今后几年会有一波非常热闹的外资金融机构进入中国的潮流，有可能一年带进来几十亿、几百亿美元，10年时间就有几千亿美元资本金，会带来上万亿美元的运行资金，如果转化为人民币的话，那就会产生7万亿、8万亿元人民币资产，增加了金融供给侧的力量。到2030年以后，外资金融机构占中国全部金融资产的比例，从现在的百分之一点几增长到10%以上是完全可能的。

第四，开拓服务贸易领域。我国进出口货物贸易从1979年的200多亿美元增加到去年的4.3万亿美元，并有4000亿美元顺差，成就斐然。但是我们在服务贸易领域尚未充分发挥潜力，目前一年一般是7500亿美元左右的规模，逆差3000亿美元。服务贸易每100亿美元营业额，有70%左右能形成增加值；货物贸易100亿美元营业额，只有25%左右是增加值。我们服务贸易加货物贸易一共是5万亿美元，顺差只有1000亿美元；用增加值来算的话，我们还是亏的。全世界100多个国家的服务贸易逆差加起来一共7000亿美元，我们就占了3000亿美元，约40%，逆差过大。其次，我们现在做的2000多亿美元的服务贸易出口，大部分是劳动密集型的，我们缺少资本密集、技术密集

和高附加值的品种。再次，中国的货物贸易运行过程中必然伴随的服务贸易业务，比如保险、清算结算、物流，大部分被境外企业做了。我们因为缺少自由贸易的制度安排，使得这一块做不大。党中央、国务院在党的十八大以来推出自由贸易试验区，就聚焦贸易自由、投资自由、资金流动自由、物流仓储自由、人员就业流动自由、数字贸易自由六个方面。服务贸易业务可以有几十个大类，2000多个小品种，这些都跟这六个自由有关。自贸试验区的探索为中国解决服务贸易的瓶颈、短板创造了条件，将给中国的服务贸易带来发展的春天。10年、15年以后，相信中国的服务贸易可能从现在的7500亿美元翻一番，达到1.5万亿美元，甚至翻一番半达到2万多亿美元，如果那时候逆差不是扩大一倍而是缩小一半，也许就一两千亿，这将给中国经济带来几个百分点的红利。中国在进出口贸易上，今后10年真正的动力、红利，高质量、高效益的业务，体现在服务贸易上。

第五，降低个人所得税。按国际惯例，个人所得税率一般低于企业所得税率，我国的个人所得税采取超额累进税率与比例税率相结合的方式征收，工资薪金类为超额累进税率5%—45%。最高边际税率45%，是在1950年定的，当时我国企业所得税率是55%，个人所得税率定在45%有它的理由。现在企业所得税率已经降到25%，个人所得税率还保持在45%，明显高于前者，也高于大多数国家25%左右的水平。从实际运行看，一是使一些收入来源多元的高收入群体以“钱在企业、不拿工资”或“工作在大陆、工资在海外”，还有以发票抵账、多次少量领工资等各种各样的方式规避纳税；二是对吸引高端人才非常不利，许多跨国公司在亚太区的收入一半以上来自我国大陆，但其亚太总部大部分设在中国香港、新加坡，主要原因之一就是我国个人所得税的税率过高；三是工薪阶层尤其是专业技术人才成为个人所得税收入的主力军，这一占比目前已升至60%以上，与发达国家形成鲜明对比，抑制了消费需求，也不利于中等收入群体壮大；四是我们背负着个人所得税高税率之名，却没有带来相应的高税收，2017年我国个人所得税实际征收的总额只占总税收的7.7%，远低于发达国家30%、发展中国家15%左右的水平。如果参照发展中国家水平以及我国企业所得税水平，将最高45%的个人所得税税率下调至25%，不仅不会减少税收，反而有助于扩大税源，完全可能将个税占比由7.7%提高到

15%，增加上万亿元的涵养潜力。

第六，农民工落户城市。20世纪80年代农村承包制改革释放了劳动力到城里，产生了轰轰烈烈的城市化过程，这是巨大的劳动力释放。但是在农民工问题上，有一件事目前各地区还没有做到位。这件事就是党中央国务院十八大以来大力倡导的，中央提出的到“十三五”末要实现2亿农民工就地落户城区，其中有1亿在沿海城市落户，1亿在内陆城市落户。这有非常重大的战略意义。中国目前还有近3亿农民工，不能落户城区使得这3亿农民工的劳动寿命减少一半。我国城市职工一般60岁退休，农民工一般干到45岁左右，年龄再大，沿海城市的企业一般就不招聘他了。他本来可以干到60岁，现在只干到45岁，少干15年，就等于就业工龄少三分之一。农民工在正常上班的时候，一年12个月总有两个月回家探亲，这两个月回家相当于一年的六分之一。三分之一＋六分之一＝二分之一，理论上农民工的工作寿命，因为是农民工状态而不是户籍状态，大体减少一半。所以户籍制度改革不仅是改善农民工待遇的问题、对农民关爱的问题，同样也是生产力的问题，是人口红利的问题。作为供给侧结构性改革的一个重要号召，党中央已经提出这件事，我们要着力落实，谁把农民工的城市化户籍制度做好，谁就是为未来赢得10年、15年主动发力的城市。哪怕你这个城市现在有1500万人，里边有900万农民工，如果不做好这件事，农民工今后10年不能落户，可能10年以后就有500万人被别的地区吸收了。1500万人口的超级大城市可能就变成八九百万，变成第二等级的城市。这是供给侧结构性改革有重大红利的措施，地方应该把它当作重大措施狠狠抓一下。

第七，延长女性退休年龄。妇女从20世纪50年代起，退休比男士早10年，50岁一过就退休了。她要比男士提早10年拿养老金，一个月1000多元，一年就是1万多元，10年就是10多万元。她又少交了10年养老金，每个人在岗就要交养老金，差不多一个月1千多元，一年1万多元。一进一出一年两万多元，10年20多万元。以6亿城市人群来说，有3亿妇女，3亿乘上20多万元就是60多万亿元。分摊到40年，每年相当于增加1万亿元养老金，必将缓和许多省份养老保险资金链紧张的情况。实际上妇女寿命平均比男士高5岁，你如果问她自己愿

不愿意上班，大多数愿意上班。在法律意义上，应该形成60岁同工同酬同年龄退休。如果以后想要延长退休年龄，男性和女性共同从60岁延到65岁，把这件事改好了，不仅一年产生一两万亿元红利进社保，而且还能多了几亿妇女10年的工作，产生劳动力红利。

第八，降低运输成本。中国所有的货物运输量占GDP的比重是15%，美国、欧洲都在7%，日本只有百分之五点几。我们占15%就比其他国家额外多了几万亿元的运输成本。中国交通运输的物流成本高，除了基础设施很大一部分是新建投资、折旧成本较高以外，相当大的部分是管理体制造成的。由于我们的管理、软件、系统协调性、无缝对接等方面存在很多问题，造成了各种物流成本抬高。在这个问题上，各个地方，各个系统，各个行业都把这方面问题重视一下、协调一下，人家7%，我们哪怕降不到7%的GDP占比，能够降3%—4%的占比，就省了3万亿—4万亿元。举一个例子，我们有十几万千米的铁路，这些铁路花掉近10万亿元的资金，却只运输了中国全部货物的6%。其余的94%，汽车大体上运了84%—85%，飞机、轮船、管道运输也运一些。因为把货物转到火车上很麻烦，大家就把东西装上汽车，上千千米开出去，汽车烧的是油，火车烧的是煤，汽车运输成本是火车的3倍。我们几十年开发区修的公共设施叫“七通一平”，但“七通”里没有铁路通。以前有一个规矩，只要一个企业有几十亿元产值，火车就要开到厂里去。现在几百亿元的企业货物运输，全靠卡车拉，这都是不对的。美国的铁路是100多年前造的，美国现在的货物运输量有20%是铁路运的，这就是节约。在这个意义上，我们有很多浪费。

第九，改革住房公积金制度。公积金是社会公共福利系统的阶段性产物，其产生有他特定的历史环境和国家环境。该制度是当年上海向新加坡学来的。20世纪90年代初，我国房地产还没有市场化，当时上海人均住房面积只有7平方米，全部靠政府和企业来造房子不可行。于是就学习新加坡住房公积金经验，相当于是职工们搞了一个互助金。这个互助金，个人缴费6%，单位缴费6%，资金集在一起，为企业造公房提供低息贷款。这在当时还没有商品房、没有银行按揭的时候有其积极意义。但自1995年起，商业银行开始提供房地产按揭贷

款。人们首付付完，剩下的百分之七八十是商业银行按揭贷款，商品房市场循环已经形成的时候，公积金最初的使命已经基本完成。到2018年底，中国个人住房贷款余额25.75万亿元，而公积金个人住房贷款余额为4.98万亿元，在整个贷款余额中不到20%，其为人们购房提供低息贷款的功能完全可以交由商业银行按揭贷款来解决。

我国企事业单位现行五险一金综合费率达55%，已是世界之最。其中公积金为12%（养老保险率为28%，医疗保险为12%，工伤保险、生育保险等各种小险种加起来约3%），一年1万多亿元，目前已经累计达到14.6万亿元的规模。目前的公积金体系运行至少存在以下几方面的问题。一是覆盖面不广，缺乏公平性。公积金政策从20世纪90年代开始试水，到现在20多年过去了，也才只覆盖了三分之一的城镇职工。二是保值增值不到位，收益很低，再加上公积金中心的运行成本，实际上是一笔负利息资产。三是十多万亿元资本长期闲置，丧失了长期资本资源优化配置功能。

与公积金功能相对应的是世界各国普遍实行的年金制度。两者之间有三个相同：一是资金来源相同，都是按职工工资基数的一定比例，由企业和职工缴纳；二是公积金和年金只设个人账户，没有养老、医疗基金的统筹账户，全部归集资金都进个人账户；三是到了退休那一天个人账户积累的资金，都可以全额提取。基于此，公积金和年金完全可以合二为一。一方面，年金有国际通行、国家规定的理财方式，使职工的基金收入在十几年、二十几年中至少增收一倍以上。另一方面，年金作为资本市场的长期资本能使中国股市更加健康发展。

建议改革公积金制度，建立新的年金体系。一是将现有已累积起来的14.6万亿元公积金直接转化成企业年金，并拓宽企业年金投资资本市场的机制和通道，确保公民已缴存公积金的收益只增不减。二是对已经发生的公积金贷款，可以按照老人老办法，存量公积金贷款保持不变，直到按多期还清贷款为止。三是将企业原本帮职工缴纳的6%公积金转变为企业给职工缴纳的6%企业年金，职工也按同比例继续缴纳。四是加大税收优惠力度，将政府对公积金缴交予以的税收制度平行移植到年金制度中，鼓励企业为职工建立企业年金制度，提高

普惠性，从而为健全我国养老保障体系提供有力支撑。总之，经过这样的平滑转移，可以实现资源优化配置，把百姓、企业所创造的财富最大限度地加以利用，并让它为国家、企业、个人都创造更大的价值。

第十，有效配置城乡土地资源。由于城市用地具有集约性，一个农民在农村的宅基地等建设性用地平均为250平方米，在城里的建设性用地平均为100平方米。全世界城市化过程中，不管发达国家还是发展中国家，由于城乡的变迁，人口集聚到城里，农村里的宅基地等建设性用地会大幅度减少，使得农村耕地数量相对增加，所以没有出现耕地短缺的问题。但我们的农民是两头占地，他到城里来算一波人，但是在农村里，宅基地还是留着的，我们的耕地因此就短缺了。宏观上城乡资源没有流动，没有配置，这就造成我们耕地短缺，住宅用地少，土地供应成本高，整个城市的房价也会高。

这里有一个城乡建设性用地指标增减挂钩总体平衡的问题。如果一亩宅基地指标20万元，1亿户家庭大概7000多万亩宅基地，如果有一半实现了城乡之间增减挂钩的转换，就是3500万亩。一亩地20万元的话，就是7万亿元，就是农民的一笔原始资本。在这个过程中，只要守住了国家法律规定的三个红线：第一，不能把集体所有权变成私有权；第二，守住耕地红线，把宅基地变成耕地，把耕地变成城市建设用地，增减挂钩，形成平衡；第三，维护农民的利益；这个过程就能使农民因宅基地的这个指标转换增加十几万元、二十万元。形成有效周转。这也是供给侧结构性改革。

以上十条，每一条都是制度性、机制性的改革，每一条都体现在党中央、国务院的各种文件当中，早就提出来了，只要落实到位、执行到位，都会具有上万亿元价值的改革红利。把这些供给侧结构性改革干好，我们国家一年就会新增几万亿元红利，GDP增长不是保5%的问题，达到6%理所当然。当下，除了要推动一些需求侧的调控以外，很重要的是要在供给侧上下功夫。因为供给侧的改革是结构性的改革，是长周期经济发展的动力。供给侧结构性改革一定是基础性制度的改革，一定是体制、机制的改革，会产生生产力发展的红利。

总之，推进供给侧结构性改革是中央审时度势作出的前瞻性谋

划、战略性调整、综合性改革，事关经济全局，事关长远利益，事关未来发展，将继往开来引领新常态，推动改革开放伟业继续前进、再创辉煌。

---

(1) 参见林兆木，《坚持以供给侧结构性改革为主线》，《人民日报》2019年2月14日09版。

(2) 参见徐朝阳，《美国“供给经济学革命”的中国启示》，财新网2016年1月19日。

(3) 2.8万亿美元外资注册资本金算上跟外资合资的中资的补充资本金1.8万亿美元，总计差不多30万亿元人民币。这30万亿元人民币的资本金，再加上银行贷款，总计有50万亿元人民币左右。

(4) 起初是规定计划外自销的产品定价不高于或低于国家定价20%的幅度内。后来在实际执行中，由于许多商品供不应求，计划价和市场价差额较大，催生出了很多“倒爷”，就取消了20%的限制。

(5) 参见常清，《价格改革与建立期货市场》，《价格理论与实践》2018年第11期。

(6) 参见徐朝阳，《供给侧改革：里根的教训与朱镕基的经验》，财新网2015年12月14日。

(7) 截至2018年底，我国已批准设立140个海关特殊监管区域。这些区域以占二万分之一的国土面积，实现了六分之一的外贸总量；其进出口值占我国外贸的比重也从2000年的6.47%增长到2018年的16.8%；每平方千米平均进出口值超过100亿元。参见《海关总署研究中心负责人谈促进综保区高水平开放高质量发展》，http：//www.gov.cn/zhengce/2019-01/28/content_5361653.htm。

(8) 参见新华社2019年6月5日，《市场化法治化债转股签约金额已达2.3万亿元》，http：//www.gov.cn/zhengce/2019-06/05/content_5397764.htm。

(9) 参见宁吉喆，《贯彻“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，持续深化供给侧结构性改革》，《宏观经济管理》2019年第4期。

互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范

2019年5月24日

摘要：近年来我国互联网金融发展出现了一些问题，P2P公司打着金融科技的旗号，实际上是中国传统的农村里高息揽储的“老鼠会”、乡里乡亲间的高利贷等在互联网上的变种，俨然成为庞氏骗局。互联网贷款公司必须遵循资本信用、信用规范、信用杠杆、放贷征信、大数据处理五大原则。“大智移云”基础平台具有颠覆传统的“五全基因”，即“全时空、全流程、全场景、全解析和全价值”信息，这将成为极具价值的数据资源。展望未来互联网金融发展模式，将以大数据、云计算、人工智能的数据存储能力、计算能力、通信能力为基础，与产业链、供应链相结合，形成数据平台、金融企业、产业链上下游各方资源优化配置、运行成本下降、运行效率提升的良好格局。

中国金融业最近这些年一直在着力解决三个问题：金融如何更好地为实体经济服务，避免脱实向虚的问题；金融如何解决好中小企业、民营企业融资难、融资贵的问题；金融如何防范各种类型的风险，特别是不要出系统性大面积的风险的问题。这三件事一直是金融主管当局或整个金融系统都在着力思考和解决的问题。中央提出金融供给侧结构性改革主要也是要解决这三方面问题。

今天报告的主题不是要讲宏观上的金融供给、金融体系中的问题如何解决，在金融供给上，除了宏观一面以外，还有微观的金融企业的行为方式、运作制度、方法和原理。在这个意义上，今天的主题是讨论为实体经济服务的互联网金融，是互联网平台与产业链、供应链结合的互联网金融，重点围绕互联网金融发展的特征、原则、路径以及负面清单等问题，讨论在数字金融平台上展开的互联网金融，如何

解决为实体经济服务的问题，如何解决中小企业融资难、融资贵的问题，以及如何避免金融风险的问题。

一

P2P金融与互联网金融

最近五年，中国互联网金融平台一件比较悲壮的事情就是P2P的泛滥。P2P在20世纪90年代从英国兴起，21世纪初在美国开始推进，但英国和美国到今天为止P2P企业不超过几十个，为什么呢？这是因为英美对P2P监管十分明确，P2P平台一不能筹资吸储，二不能放贷运行，所谓P2P，是网民和网民互相约定借贷，P2P平台只是一个中介。这种借贷方式在金融体系发达的英美当然没有太大发展意义。但是P2P在中国从2006年开始发展，到2013年和2014年开始大规模泛滥，从2013年、2014年到现在的五年时间里，注册了上万家P2P公司。现在，绝大部分瘫痪，形成近万亿元坏账，大量网民倾家荡产，场面异常悲壮。

一说到P2P，就有一些似是而非的观点：P2P是金融科技；金融科技本身是好的，只是没有管好，一些坏人利用P2P做了坏事。有这些看法的人，往往是前些年P2P的狂热吹捧者甚至是推动者，这会儿不思考这种模式本身的错误，还在做一些苍白的辩护性说辞，十分幼稚可笑。P2P问题的要害在哪里？不能把它跟数字金融、互联网金融相提并论，否定P2P并不是否定互联网金融，这是两码事。P2P金融实际上是中国传统的农村里高息揽储的“老鼠会”、乡里乡亲间的高利贷，在互联网基础上的死灰复燃，而“老鼠会”这类东西本来是熟人经济、乡村经济中的一个陋习，即便要闯祸，也就是几十万元、几百万元，了不得到几亿元，辐射面积不会太大，而P2P通过互联网，不仅可以覆盖一个城市，覆盖几十个城市，甚至可以覆盖全国，最后造成了网民们彼此之间连面都没见过，就形成几十亿元、上百亿元金额的坏账的局面。

P2P问题的要害是什么？那就是在现代金融里绝不许可、绝不容忍的如下五个机制，在互联网平台竟然被稀里糊涂地放行了。

1．这种P2P公司的资本金是所谓众筹而来。这个众筹是网络众筹，即通过互联网向网民刚性承诺高回报投资拉来的资本金。

2．P2P的融资杠杆从网民来。假设有3亿元资本金，如果要想放30亿元贷款，资本金和贷款之间有一个杠杆，这个杠杆性资金从哪里来？银行资金通过吸收老百姓储蓄，资本充足率10倍，10亿元资本金一般可以吸收100亿元储蓄，这个资金是老百姓储蓄来的，是有规范机制的，这种储蓄转化为贷款来源、杠杆来源，有资本充足率、存款准备金、存贷比、坏账拨备等一套制度监管组合在一起的信用系统。然而，P2P没有这些系统，P2P单单通过对网民的高息揽储，也就是给予储户高利息回报承诺，进而将网民的钱集资过来。

3．放贷对象通过互联网面向所有的不相干网民。P2P企业从网民那里高息揽储，高杠杆筹集了放贷资金后，往往无场景地通过网络乱放高利贷。本来互联网最大的特点就是它的产业链会雁过留痕，是有场景的，但是P2P的服务对象是互联网上杂七杂八的对象，并没有具体的产业链，也没有什么场景，导致互联网的信息起不了信用的补充作用。但是互联网穿透辐射能力强，贷款投放出去的速度又异常快，只要有人想借高利贷，不论是学生校园贷、买房首付贷还是炒股资金贷，抓进篮里都是菜，钱就会被立刻借出去，造成了P2P平台给网民乱放高利贷的混乱现象。

4．借贷资金短长不一，由此导致靠借新还旧形成庞氏骗局式的资金池，而这个资金池不由其他任何方面监管，仅由P2P公司平台负责。

5．一旦出事，P2P企业要么卷款而走，要么瘫痪无法运转。究其原因，根子在于既没有在总体层面上对P2P运行中明显存在的严重问题有清醒认识，对有可能出现的严重后果缺少预判，也没有在监管层面上形成“资金要第三方存管，放贷要有抵押物，投资项目与投资者要一一对应”等负面清单，导致P2P网贷脱离了纯粹的“P to P”的原意，异化为互联网的民间集资和高息揽储。

针对P2P金融，只要稍有金融常识，就应该判断出这是新瓶装旧酒——新瓶指的是互联网，旧酒指的是封建余孽式的“老鼠会”、高息

揽储式的高利贷。无论是P2P也好，互联网金融也好，不管打着什么旗号，只要向网民高息揽储乱集资，只要跟网民搞众筹资本金，只要在网上乱放高利贷，最后这个企业必将借新还旧形成恶性循环，俨然成为庞氏骗局。所以，基于互联网的辐射性、穿透性，P2P就应禁止，因为这个过程是无法有序控制的。

二
网贷公司应遵循五个运行原则

不搞P2P并不等于不可以搞网络贷款公司。合理的网贷公司是金融科技、科技金融发展的重要内容，是帮助金融脱虚就实、为实体经济服务、为中小企业服务的重要途径，是普惠金融得以实现的技术基础。这类网络贷款公司规范运行的关键在于遵循五大基本原则。

一是资本信用原则，有较大的自有资本金。不同于传统的小贷公司，互联网金融有很强的辐射性、很快的发放贷款能力，业务范围往往覆盖全国，应当具有较高的资本金门槛。

二是信用规范原则。贷款资金的主要来源是银行贷款、银行间市场发的中票和证交所发行的ABS债券。

三是信用杠杆原则。网贷公司的资本金和贷款余额总量的杠杆比，任何时候都应控制在1：10左右，决不能超过1：20甚至1：30。在常规的ABS、ABN的发债机制中，并没有约定一笔贷款资产的发债循环的次数，基于网贷业务的快速周转能力，一笔底层资产一年就可能循环5次、10次，几年下来，有可能达到30次、40次，形成巨大的泡沫风险。鉴于网络贷款公司往往以资本金1：2—1：2.5向银行融资，网络贷款形成的底层资产在ABS、ABN中的循环次数不宜超过5—6次，只有这样，网络贷款公司的总债务杠杆比才能控制在10倍左右。

四是放贷征信原则。有互联网产业的产业链信用、全场景信用，不能无约束、无场景地放贷，甚至到校园里搞校园贷、为买房者搞首付贷。一旦坏账，搞暴力催收、采用堵校门和朋友圈乱发信息等恶劣

手段，就会造成社会不稳定。

五是大数据处理原则。平台拥有强大的技术基础，能形成大数据、云计算、人工智能的处理技术，这样就可以把控风险，形成较低的不良贷款率，并由此有条件为客户提供相对低的贷款利率，形成网络贷款良好的普惠金融能力。

总之，在发展网络贷款公司的过程中，只要合乎以上五条原则，一般都能实现小贷业务快速发展，中小企业融资难、融资贵的情况得以缓解且不良贷款率低的效果。比如阿里小贷（花呗、借呗），与P2P有本质上的不同。阿里小贷资本金是阿里巴巴公司的自有资金，杠杆贷款资金是合规的，从银行贷款和ABS融资而来，合乎监管层对小贷公司监督的原则要求，贷款客户则是淘宝网络平台上的电子商务公司或者是使用支付宝的手机用户，有确切的产业链、供应链上的信用征信，有确切的信用场景。总的来看，阿里小贷本质上属于产业链金融范畴，苏宁、小米、神州数码、马上消费金融等全国知名的网络公司设立的网络小贷公司也大体如此。

三
网络数据的本质在于它具有颠覆传统的五全基因

第一、二部分讲了P2P是互联网金融发展中的另类，没有任何前途，但是网络贷款公司只要按照五大原则发展，前景灿烂，能为小微企业、实体经济作出很大贡献。第三部分要说的是互联网金融融资并不仅仅限于网络贷款公司。互联网金融的大格局、大空间在于互联网平台自身并不搞金融贷款，而是以网络数字平台（以大数据、云计算、人工智能的数据存储能力、计算能力、通信能力为基础）与产业链金融相结合，形成基于数据平台的产业链金融，形成数据平台、金融企业、产业链上下游各方资源优化配置，运行成本下降、运行效率提升的良好格局。为了实现这个目标，首先要深刻地了解网络数据本质的五全特征，这是它颠覆传统的基因所在。

颠覆已经成为互联网见怪不怪的经济现象，大数据、云计算、人工智能、区块链以及包括移动互联网、物联网等移动通信在内的网络

平台——五大现代信息科技构成的“大智移云”基础平台，正在极其深刻地影响着传统经济领域。可以说，任何一个传统产业链与这五大信息科技结合，就会立即形成新的经济组织方式，从而对传统产业构成颠覆性的冲击。

为什么“大智移云”基础平台会有如此强大的颠覆性？研究表明，“大智移云”基础平台实际存在“五全特征”：全时空、全流程、全场景、全解析和全价值。所谓“全时空”是指打破时间和空间障碍，从天到地、从地上到水下、从国内到国际可以瞬间连成一体，信息每天24小时不停地流动；所谓“全流程”是指关系到人类所有生产、生活流程的每一个点；所谓“全场景”是指跨越行业界别，把人类所有行为场景全部打通；所谓“全解析”是指通过收集和分析人类所有行为信息，产生异于传统的全新认知、全新行为和全新价值；所谓“全价值”是指打破单个价值体系的封闭性，穿透所有价值体系，并整合与创建出前所未有的、巨大的价值链。

正是因为上述“五全特征”，“大智移云”基础平台的基础技术和应用技术产生强大的互动，正反馈循环，极致性地提升了互联网“对社会公众的聚合与整合”能力，极大地提升了社会公众个性化需求的识别能力，极大地提升了互联网功能业务线的派生能力，极大地提升了互联网商业价值和资本价值的增值能力。用一个不很准确的描述：五大现代信息科技可以把经济肌体上数以亿计价值极低的单体细胞群转变为在某个领域具有极高价值的、差异化的功能干细胞；进一步，它可以把所有功能干细胞集合一体幻化为全能干细胞——具有超级价值的全息价值体系，从而成就了经济肌体的基因突变，大大增强了企业的经济预见性，大大增强了企业的经济质量、效率、效益。

正因“大智移云”基础平台的上述特点，目前世界各国在此领域的竞争异常激烈，基础技术和应用场景日新月异，资本价值不断攀升。依据《中国互联网发展报告2018》提供的数据，2017年，以互联网为核心的我国数字经济规模已经高达27万亿元人民币，而截至2018年6月，我国网民数量超过8亿，普及率57.7%；手机网民规模达7.88亿，占网民总数的98.3%。尤其是五大现代信息科技的基础平台深度融合之后，互联网产业进一步爆发，对传统经济领域构成更加深刻的

影响。可以说，任何一个传统产业链与这五大现代信息科技平台结合，就会立刻转变为全新的经济或商业的组织模式，从根本上改变传统经济、产业和企业的概念，并带来新的价值。

这类事例几乎涉及所有巨无霸式的互联网平台。比如，2018年10月，某新型保险机构和支付宝合作开发了一款名为“相互保”的互助保险产品，仅仅42天便聚集了2000万人参保，涉及金融资金近40亿元。为什么会有这样的效果？就是因为阿里巴巴电商平台所形成的巨大客户数据造就了支付宝庞大的客户群，而支付宝的庞大客户群又造就了更加细分的“相互保”市场。而把全部业务线加总所形成的相互支撑、相互依托的业务集群和效益，造就了阿里巴巴巨大的资本价值。

再比如腾讯，以社交网络平台起家，跟随五大现代信息科技的不断进步而聚集了庞大的用户数据群，而这样的数据群除传统广告价值外，并不存在超乎寻常的商业价值。但腾讯以这些庞大数据为基础进行业务分化，分化出不同功能的业务线，从而产生新的产业链群和价值链群。各个功能业务线——产业链和价值链进一步形成彼此依托、相互促进的产业集群，不仅将为企业带来巨大的超额利润，同时也会带来传统思维方式难以企及的资本价值。最典型的例证就是：当互联网帝国开发了网络金融业务之后，金融打通和赋能所有业务线，使得金融业务和所有互联网业务都产生更大的杠杆效应，并带来传统方式之下难以想象的巨额商业价值和资本价值。

利弊永远相伴相生。五大现代信息科技带给经济更高的质量、效率、效益的同时，也给社会公众和社会管理带来大量超乎传统的风险。比如，巨额资本堆积使公众聚集速度快，规模动辄数以千万计，与传统产业根本就不在一个数量级上，这使得互联网帝国一旦运转成功就可能“大到不能倒”，而且其所形成的封闭而独立的管理体系，很容易让资本意志绑架公众认知。又如，中国消费者协会最近公布的数据显示，中国100款头部App，有91款存在过度采集客户隐私信息的问题。2018年9月到11月，苹果手机使用者的支付宝账户就被大面积偷盗；而近年来互联网“黑客”门槛也越来越低，浙江网警2018年抓获一个只有初中文化的刑满释放犯，他只自学五年电脑“黑客”知识，就成功侵入一家上市公司网站，窃取数据、阻断订单、勒索钱财，造成

公司1000多万元损失。尽管此犯已经落网，但它却凸显了我国互联网安全环境的脆弱性。

毫无疑问，我国在信息安全方面已经出台了一些法律法规，同时也在针对国家信息安全问题投入大量人力、物力、财力，但是不是可以短期内从根本上解决问题？显然不行。这不是谁努力不努力的问题，而是五大现代信息科技基本特点所决定的，正所谓道高一尺、魔高一丈。尤其在必须保障数据安全的金融方向，其安全隐患更是“平时看不见，偶尔露真容；一旦出风险，损失难计数”。风险防不胜防是最为令人担心的问题。关键是两条：第一，五大现代信息科技的发展速度过快，过去十年一代，现在可能两三年一代，而新的应用技术更是层出不穷，高速迭代；第二，互联网企业对客户体验感有着天然的极致性追求，这会导致大量“尚无法研判成熟程度的技术”被无条件地应用在金融业务方面。

所以，我们不能仅仅看到“大智移云”基础平台带给传统金融业务方式的颠覆性进步，而更应看到，它对我国金融安全意识和信用意识同样构成严重颠覆。截至2018年6月，我国通过互联网购买理财产品的网民数量已经高达1.69亿，同比增长30.9%；使用互联网第三方支付系统的用户数量更是高达5.69亿。2017年12月末，网民线下使用支付宝、微信等支付手段进行消费的人数比例是65.5%，而半年之后的2018年6月末，人数比例升至68%。与此同时，中国民众，尤其是青年人过度消费、超前消费现象严重，《2018年第三季度支付体系运行总体情况》报告显示，透支消费所形成的逾期6个月以上的不良贷款已经高达880亿元，而2010年年底，这个数据仅为76.86亿元，8年增长10倍。这显然是国民金融安全意识和信用意识日趋淡漠的结果。

四
互联网金融的大格局在于网络数字平台与产业链金融相结合

基于上述，我认为互联网金融的大格局大空间不在于互联网平台自身搞金融贷款，而在于以网络数字平台（大数据、云计算、人工智

能的数据存储能力、计算能力、通讯能力）为基础，与金融机构特别是产业链金融相结合，形成基于数据平台的产业链金融，形成数据平台、金融企业、产业链上下游各方企业资源优化配置、运行成本下降、运行效率提高的良好格局。在路径上，要尊重并依据五个方面的基本要求。

第一，现在的互联网数字平台下一步还会进一步变成物联网的数字平台，这个数字平台的后盾是由大数据、云计算、人工智能三个东西组成。云计算相当于人体的脊梁，大数据是人体内的五脏六腑、皮肤以及器官，没有云计算，大数据是孤魂野鬼，无地藏身，但没有大数据，云计算就是行尸走肉、空心骷髅。有了脊梁以及五脏六腑、皮肤和器官之后，加上相当于灵魂的人工智能——人的大脑和神经末梢系统，大数据、云计算、人工智能这三个技术就可以形成现代信息体系。现代信息化的产业链是通过数据存储、数据计算、数据通信跟全世界发生各种各样的联系，联系过程中存在一个颠覆一切的基因——就是当它们跟产业链结合时形成的全产业链的信息、全流程的信息、全空间布局的信息、全场景的信息、全价值链的信息，这个基因被挖掘以后将成为十分具有价值的数据资源。

总之，大数据、云计算、人工智能下的现代互联网体系，具有颠覆性作用，我们常常说的颠覆性产业，主要就是指具有以上五全信息的产业，这五全的信息在与金融结合的时候，无论是金融业务展开的价值链还是产业链，把这五全信息掌握在手里再开展金融的服务，这样的金融安全度将比没有五全信息的人工配置的金融服务系统安全度要高，坏账率要低，各方面的系统性风险的平衡要更好，这是一个基本原理。这也就是我们为什么要非常睿智地、前瞻性地看到互联网金融、数据金融平台对经济前景具有重大的里程碑意义。

第二，互联网金融、数字金融并没有改变任何金融传统的宗旨以及安全原则，在这个意义上无论是互联网＋金融，还是金融＋互联网，不但要把互联网的好处高效地用足、用好、用够，还要坚守现代金融形成的宗旨、原则和理念。互联网金融有两个基因，一是互联网的信息基因，二是金融基因。互联网运行有巨大的辐射性和无限的穿透性，一旦与金融结合，既有可能提升传统金融体系的效率、效益和

安全的一面，也有可能带来系统性、颠覆性的危机的一面。为此，互联网金融系统绝不能违背金融的基本特征，必须持牌经营，必须有监管单位的日常监管，必须有运营模式要求和风险处置方式，不能“无照驾驶”，不能30%、50%地高息揽储、乱集资，不能无约束、无场景地放款融资、对借款人和单位钱用到哪里都不清楚，不能搞暴力催收，等等。总之，一定不要违背这些金融常识，违背金融常识的人都认为自己很聪明，能够守住某个空间，但最后误了卿卿性命的就是自作聪明。P2P的各位经理们都有一点金融知识，但现在比谁都倒霉，就是因为违反了这个基本原理。

第三，互联网金融平台应该是网络数据平台跟各种产业链金融相结合产生的。互联网金融不仅仅是互联网公司自身打造的网络贷款公司，其最合理、最有前途的模式是互联网或物联网形成的数字平台（大数据、云计算、人工智能）与各类金融机构的有机结合，形成数字金融平台并与各类实体经济的产业链、供应链、价值链相结合形成基于互联网或物联网平台的产业链金融。许多中小商业银行、小贷公司、保理公司、担保公司以及租赁公司独立地面对全社会各种各样的企业提供碎片化服务，这种不构成产业链金融的非银行金融机构，往往服务成本高、信息短缺。合理的做法是互联网或物联网数字平台公司联络一些专业的保理公司、小贷公司等金融机构，针对一些大的龙头企业以及相关联的产业链嫁接配置，一旦形成这样的关系，互联网数字平台与产业链金融体系相结合，形成了基于数据平台的产业链金融，形成了金融科技与实体经济相结合的产业链金融，数据平台可以为这个产业链金融提供全产业链的信息、全流程的信息、全空间布局的信息、全场景的信息、全价值链的信息，互联网金融平台将所有收集到的信息提供给这些金融机构，使产业链金融服务效率提升，运行风险下降，坏账率下降。

我认为，产业链金融、互联网数字平台与实体经济各行业是可以重组的。最近十多年来，中国金融系统增加了大量的非银行金融机构，这十多年里至少增加了上万家，但这些金融机构目前还没有跟实体经济形成产业链金融，处在“自拉自唱”的状态中。当资管业务管紧以后，上万家小贷、保理等各种各样的金融机构面临困难，其实出路

就是把现有的金融资源跟实体经济点对点、条对条、链对链地结合，但结合时不要忘记，互联网金融平台、物联网金融平台、物联网＋金融形成的平台会在这里起颠覆性的、全息性的、五个全方位信息（全产业链的信息、全流程的信息、全空间布局的信息、全场景的信息、全价值链的信息）的配置作用。总之，一旦形成互联网平台、物联网平台＋金融，这样的金融平台＋产业链，便会形成中国特色的非常实际的供应链金融、产业链金融、物流链金融——整个金融为实体经济服务的微观系统，从而形成良性的供给系统。

第四，数字经济、互联网经济具有穿透性和辐射性，具有一启动就能跨地区地形成穿透局面的特性，效率极高，覆盖很广。一旦其违反了原则，产生了颠覆性的坏作用，损失将是不可估量的。在这个意义上，我们又要非常谨慎小心地规范和约束它，在不清楚前景的时候，不要由着性子大胆推进，而是要小心翼翼求证试验，不能盲目推广。针对互联网金融的领域，不能说先让它试到一定程度再来总结，因为它的穿透性、覆盖性、全局性、全球性，一旦泛滥成灾，将带来不可挽回的局面。

第五，互联网金融在发展过程中，要有明确的各方多赢的效益原则。任何网络数字平台的发展，不能靠长期烧钱来扩大市场占有率，这是对股东的不负责任；也不能让客户中看不中用、有成本无效果、长期赔钱，这是不可持续的自杀行为。合理的网络数字平台，通过大数据、云计算、人工智能的应用，实现了产业链、供应链、价值链的资源优化配置，产生了优化红利，并且由于全产业链、全流程、全场景的信息传递功能，降低了金融风险和运行成本，将这些看得见、摸得着的红利，合理地返还于产业链、供应链的上游、下游、金融方和数据平台经营方，从而产生万流归宗的洼地效益和商家趋利的集聚效益。

五
互联网金融发展的负面清单

从理论上说，五大现代信息科技在安全问题上存在“三元悖论”，

即安全、廉价、便捷三者不可能同时存在。鉴于“三元悖论”无解但客观存在，也鉴于五大信息科技带给互联网金融超高的集合力和传染力，更鉴于金融行业特殊的安全诉求和发达国家的成熟经验，我们建议：国家尽快采取以下措施以确保中国金融的安全和健康发展。

第一，互联网金融公司必须“独立建构”。即实施有效的物理设备独立、数据信息独立、注册资本独立、法人资质独立、运营团队独立，绝不能继续容忍互联网金融公司与电商、娱乐等非金融平台混为一体、跨行业经营，更不能容忍跨行业经营所带来的数据交互使用。

金融业务必须独立的根本原因在于：金融业务对数据安全性的要求与电商平台、娱乐平台完全不可同日而语，传统金融机构为了确保客户数据安全，100%采用内网、外网绝对隔离制度，凭什么允许互联网金融公司低成本依托一般性、开放度很高的互联网平台开展金融业务？这既是金融安全问题，也是金融市场竞争公平性问题。另外，跨行业经营的模式下，非金融业务风险极易转化为金融风险，比如，因打假导致电商平台上大量贩假商户破产，而这些商户拥有一定数量的贷款，也许规模不大，但因其对市场心理构成影响，结果导致较大金融风险和金融风险的快速传染。

从国际经验看，一般性互联网平台公司绝不敢随意染指金融业务，美国的Facebook、亚马逊、雅虎等平台公司都很大，股价市值可以达到数千亿、上万亿美元，但它们再大都不敢轻易染指金融业务。这至少与四个因素有关：其一，成熟的商人懂得术业专攻，懂得长期坚守自己，不断创新自己才能使自己炉火纯青，获得足够的行业地位，才有可能获得超额利润；其二，一般性的互联网商品销售平台，其底层技术的安全等级无法满足金融要求，要满足金融业务要求，必须投入巨额成本，这往往得不偿失；其三，美国对金融公司有非常严格的监管要求，一般性互联网公司从事金融业务，一旦发生风险，公司根本承担不起动辄数十亿美元的巨额罚款；其四，鉴于所有业务点的风险都可能迅速转化为金融风险，而金融风险反过来又会拖垮所有非金融业务，所以成熟商人绝不愿去冒这么大的风险。

第二，必须建立商业机构数据分级管理制度，确保数据信息从低级到高级单向流动。比如，一般性个人数据信息可以流入互联网金融

公司，互联网金融公司数据可以流入政府金融监管机构、国家安全机构、税务审查机构、特许征信机构等。但绝不允许反向流动和交叉流动。另外，要尽快建立有效的“国民综合数据总库”，并以此为公共服务平台，针对特定对象（比如金融和征信企业）提供有序、有偿、有限、有效的数据服务，一来可以帮助互联网金融公司大幅降低企业或个人的征信成本，更好地发展普惠金融；二来可以帮助中小微企业增强融资能力，降低融资成本；三来这是数据化时代政府管理适应发展的必然要求。

客观上说，数据存在等级高低之分。有两个层面。一是数量层面，客户群体数量越大，数据级别和价值越高；二是品质层面，对单一客户数据掌握得越全面，数据级别和价值越高。现代互联网业务发展已经呈现出一个明显特点：以巨大的资本实力，通过对社会公众个体给予小利，而急速将十几万、几十万甚至百万、千万人群汇聚在一起；同时，通过横向交易、交叉互助，迅速将支离破碎的低价值数据，拼接为更加全面的高级别、高价值数据。正因如此，政府的社会管理职能必须适应数据时代的要求，构建确保数据有序而安全流动的制度体系。否则，任由数据随意交易、随意交互，势必导致资本实力雄厚的机构掌握最多、最全面、最有价值的数据，从而形成最强大的社会影响力、最精准的资本利益索取，以及最大化地为资本利益服务的公共平台。

第三，鉴于互联网商业平台公司的商业模式已经远远超出传统商业规模所能达成的社会影响力，所以，互联网商业平台公司与其说是在从事商业经营，不如说是在从事网络社会的经营和管理。正因如此，国家有必要通过立法，构建一种由网络安全、金融安全、社会安全、财政安全等相关部门参加的“互联网技术研发信息日常跟踪制度”。也就是说，政府在人民代表大会的法律授权之下，有权以恰当的技术和物理手段，跟踪观摩所有大型互联网商业平台公司技术研发的进展状况，而所有大型互联网商业平台公司也有义务接受政府的技术询问。

在数据时代，政府要管好网络社会的公共事务，摆脱资本绑架社会公众所带来的管理被动，必须时时刻刻在技术上与商业机构保持同

水准、同进度的研究状态。否则，在技术高速推进的前提下，监管将永远处于落后而被动状态。更重要的是，网络技术只要有微小的级差，就会导致人群效应和传播速度呈现几何级数的变化。所以，政府管理技术稍有滞后，就很可能导致极其严重的社会风险。所以，政府及时掌握互联网商业技术进步的信息，提前发现风险控制点和研发控制手段，并及时提示互联网商业公司必须注意的风险问题，这对政府监管和互联网商业公司都是大好事。这是因为，公司可以据此强化新技术项目的完善，避免巨额成本投入之后突然被叫停的风险。

当然，这样的做法或许会使互联网应用技术的进步速度略有减缓，但这是必要的，互联网应用技术本来门槛就不高，它们往往比拼的是资本实力，比拼的是瞬间垄断市场的能力。所以，这样的放缓反而有利于市场公平，有利于把社会风险降到最低，至少降低到可控的程度。

第四，既然互联网商业平台公司的运营带有强大的社会性特征，出现错误就会穿透一切屏障急速传播，带来巨大的社会影响，甚至动荡，所以这类公司的商业行为必须充分担负起必要的社会责任。如果因为降低商业成本而疏于管理，导致数据信息倒买倒卖，或出现类似“滴滴司机强奸杀人”的事件，政府必须予以此类公司超乎寻常的重罚，甚至判罚出局，这样才能向全社会宣示互联网商业公司的社会责任及其价值。这也是发达国家对互联网平台公司的失误导致公众受损的行为予以严厉处罚的原因。据了解，美国对互联网企业的发展有着明确的法律约束，尽管各州有所差异，但涉及反垄断和信息安全方面的法律多达52部。

第五，网上安全认证技术。比如二维码、虹膜、指纹、刷脸、声音等辨别认证技术必须“特许经营”，凡此类技术公司设立必须“先证后照”，必须有较高的进入门槛。认证识别系统属于重大国家安全范畴，但在未经长时间的安全检验的情况下就在互联网金融业务上大量运用，这明显违背了金融行业安全必须无限趋近于100%的要求。所以，目前互联网金融公司的支付、资金划转必须坚持小额原则，同时各类互联网认证识别技术，只能允许线下使用，而经过长时间的技术积累和试错之后，才能在国家技术管理部门授权之下，上线试点，逐

步成熟，逐步推开。

现在，互联网金融业务经常受到黑客攻击，这些攻击实际都是突破了网络认证系统。所以，如果网上传递识别信息，而没有较高的技术门槛做保障，任由谁都可以开发，而且以廉价和便捷为出发点，忽视安全水准，那伪造就不可避免，网络黑客也将大行其道。所以，所有互联网识别技术必须接受公安部门的技术监控。

网络社会是虚拟社会还是真实社会？界限已经变得非常模糊了。但毋庸置疑，正因中国有近14亿的人口，而且主要发达地区人口密度很高，所以在数据时代，中国天然具有数据经济的比较优势，而且以极快的速度跻身互联网大国、网上消费大国，同时也是一个数据大国。比如，互联网电商在人口密度较小的国家就会发展艰难，因为物流成本过高，但在人口密度很高的中国则是另一番景象。所以，从数据的规模和品质考量，中国优势明显，而且一定是未来中国经济、社会发展的一个重要比较优势，但与此同时，这一优势同样也是各国数据经营者、网络黑客和敌对势力都迫切希望掌控的巨额价值。所以，中国丝毫没有懈怠的理由，政府必须尽快认真、切实、有效地介入互联网数据信息管理，刻不容缓地主动作为，这才有可能使政府摆脱对网络虚拟社会管理的被动性，并防患于未然，确保国家信息安全。

以上就是我今天要讲的全部内容，共五个部分，包括对P2P教训的吸取总结，网络贷款规范发展的五个前提性原则，网络数据具有的颠覆传统的“五全”特征基因，互联网金融发展路径选择的五个要求，以及对互联网商业平台公司，特别是超级互联网金融公司基于负面清单防风险的五个思考，供大家参考。

答/学/生/问

提问1：

黄教授您好，非常感谢您的精彩讲座，我有两个问题请教一下。第一个问题，这几年来，P2P出了这么多的问题，从E租宝到现在，这个问题一个比一个厉害。但我感觉政府在这么一个非牌照的金融行业，从来没有进行过主动管理。您刚刚讲了负面清单，但是政府层面到现在为止没有出台过任何的比如说审定、规范等相关的文件，好像有点任由这个问题爆发，这是什么原因？我不太理解。第二个问题，这么一个非牌照的金融行业，我国政府一直允许它们到美国去上市，而且美国也接受它们上市，这是什么道理？

黄奇帆教授：

这个问题问得很深入，应该这么说，P2P经过了三个阶段。第一个阶段是2006年到2012年。那个阶段，大家不熟悉，中间又遇上了全球金融危机，所以大家也没想过和特别注意这个事。大概这五六年里面，全国也就是从第一家发展到100来家。这个量不大，因为以中国之大，一百多家，感觉都没有。第二个阶段是从2012年、2013年开始，狂风骤雨、排浪式地展开，经过三年一下子跳到1万多家，各种各样的后果也在这一阶段冒出来。第三个阶段是2016年以后，大规模整顿治理到现在，应该说大部分的P2P公司，现在是没有活动的，基本上就瘫在那里。

这三个阶段中，政府的认识是有一个过程的。开始把它当作是新生事物，那个时候不管哪张报，包括金融类报纸，或者是一般的社会上的报纸，或者是网上，比较多的消息都是这个贷款公司成立那个贷款公司成立，地方官员，甚至金融部门的人都去站台，讲话都是正面的鼓励。这就是认识不到位的问题。后来到了2015年以后，就是你刚刚说的E租宝出事了，一出事就是700亿元，影响非常大。这个事发生以后，连着几个出事，这下子大家

警惕起来，政府就在那以后，应该说开始有了全面整顿、清理的措施。你可能不知道，实际上政府从2015年以后，全国性的电视电话会议开过三次，同时发布红头文件。我印象中2015年第一季度的时候，关于P2P整顿清理、治理、善后的文件，专门连续发了三个。其中有一个文件，有关部门起草完以后，国务院领导还专门给了我，让我对这个文件中严格监管和善后的内容，写几个建议、提几个措施放进去。

总的意思是，这一段时间政府进行了严格整顿。整顿以后，现在P2P的上万个单子，有几千个处在停业坏账中，有几千个处在停业不运转、他们自己想办法找钱还账当中，等等。现在是处在这个阶段。银保监会和地方金融部门及公安部门，是全面负责的。总的意思，现在是处在大整顿当中，非常严格的暴风骤雨式的整顿，很负责任地在善后，这个善后是对老百姓负责。

第二个问题，某些P2P公司还到美国上市，这个倒不用我们担心。美国是不来管你这个东西好坏的。你骗它也好，不骗它也好，它注册制，你就上吧。上市以后，三个月半个月后它发现你骗它，你就得倾家荡产，而且比我们国内把你抓起来的损失还大，所以我断定这几个P2P公司在美国上市，要不了多久就会铩羽而归。不信的话，你看看他们现在的股价，已经比上市那一天价格跌了90%，你说它再跌下去是什么结果？就是滚蛋。滚蛋之后还有可能跟着起诉它是骗子，美国监管措施一旦追上来的时候，这些上市公司绝无可能侥幸逃生的。

提问2：

黄教授您最后讲到了互联网金融、“大智移云”的监管问题，您讲到一个观点，就是说政府对业界，实际上有一个治理的边界的问题。就是说企业里面懂的，政府基本上也要懂。那么也就是说这里面涉及公共监管和平台监管的问题。但我们对照一下市场来看的话，如果说这个人，他能力特别高的话，政府所付的工资没有业界高，那你怎么能够从业界里面把这个最好的人吸引过来？历史上美国倒有，比如说黑客黑了之后被抓进来了，从良了。但我们一般不大可能。另外一个

问题，如果说政府只是监管一个滴滴、一个美团、一个阿里，那是OK的。但是在大数据时代，每个公司最后都会成为一个数据公司，如果让政府时刻去监管它，那么政府的大数据平台，会非常庞大而且成本也非常高。您怎么看待这个问题？

黄奇帆教授：

我讲课报告中的政府对平台公司的技术跟踪的概念，不是去监管各种大数据平台里的内容、数据，如果是各个公司的隐私，政府不该知道的，也不用知道。我是在说，各种大数据公司，得以运行支撑的那种技术，这种技术不论是挖掘技术还是深度学习技术，或者是人工智能的计算能力的技术，或者是云计算、区块链的分布式储存技术，或者是各种各样的互联网当中的4G、5G之类的能力，这种能力的结构、能力的指标、能力的状况，政府应该知道，否则这个政府就变糊涂政府了，如果到底是什么生产力结构都不知道，政府就丧失了管控治理的能力。我的意思就是政府要掌握这个，把握社会和重要企业这方面的技术发展趋势和结构特征。

一般情况下，如果不是互联网的公共平台，各种企业自己家里面搞的技术革新，某一种尖端技术，政府知道不知道，都没关系，但你是互联网平台，你的平台是几千万人、几亿人在使用、活动的一种体系，具有公共性，而这种公共性它是基于怎么一种技能状态呢？政府应该知道。发明这种技能的人，在公司里面，拿几十万、几百万元年薪，很正常。但是我并不是要获得你的专利，我只是了解你的发明的运行特点、运行趋势，有什么缺陷，或者这种运行会产生什么样巨大的威力，或者有什么样的穿透式的后果。这种概念，政府的专家，政府部门里的专业部门应该懂。如果这个不懂，时间长了，就什么都不知道了。并不是说每个大公司里的数据政府都要去监管，那就变成监听者了，这个用不着，但是它的技术性能应该要知道。

基础货币

货币的“锚”及发行制度分析

2019年9月16日

摘要：不同的货币制度实质对应不同的货币锚。从货币发展史来看，主要有三种货币制度：“金本位制”“主权信用货币制”“联系汇率制”。而在不同的国家，货币锚根据经济的需求也在转变。我国人民币发行制度从新中国成立之后三十余年的“物资本位制”逐渐转变到改革开放后的“汇兑本位制”；美、日、英等发达国家在布雷顿森林体系解体之后一直坚持“主权信用货币制度”，虽然最初三十多年货币供应基本稳定，但近十几年来由于美国货币当局受到MMT的影响，在经济危机中大幅增加货币供应，货币出现了严重超发；世界上其他小国则通过锚定美元、欧元等强势货币增强本国货币信用。综合来看，以“其他货币”为名义锚的货币制度主要是小国及附庸国的选择，较为被动，无法对货币供应量自主有效地调节；“主权信用货币制度”自主性较强，但对遵守货币纪律要求较高，一旦突破了纪律约束，容易造成货币超发。展望未来，随着美国债务不断扩张，美元信用受损，我国要调整外汇占款发放货币的货币制度，为货币重新选择合适的锚，使人民币与我国经济实力相匹配。

货币的锚定物及发行方式，是国家金融体系中最重要的基础组成部分。原始社会没有货币，通过皮毛、贝壳等稀缺的物资来进行交换，但交换的媒介始终无法统一，制约了生产力的发展。农业社会开始以黄金、白银或铜等贵金属为锚，在一段时期内有效地促进了市场交易。工业社会后，商品价值量越来越大，黄金等贵金属作为货币难以承载巨大的交易规模，以政府信用担保的纸币随之出现。时至今日，以比特币、Libra、央行数字货币为代表的数字货币开始出现，所代表的锚定物又有了新的内涵。

货币发行制度以锚作为支撑，但一国的货币发行方式由于经济发展的需要往往会发生变化。我国的货币发行制度经历了从新中国成立后的“物资本位制”，到改革开放后逐渐向“汇兑本位制”的转变，过去二十多年货币主要根据外汇占款进行投放；美国在布雷顿森林体系解体之后开始实施“主权信用货币制”，主要通过财政部发行国债，美联储及其他交易方买债的方式投放货币；世界其他国家有大致两种货币发行方式，即锚定某种强势货币或锚定国家信用。以史为鉴，有必要梳理历史上的货币理论及世界上主流的货币制度，分析各自的优缺点，唯有如此才能找到适合我国国情，保证中国经济这艘大船行稳致远的最佳货币制度。

一
货币的“锚定物”

主流的货币理论认为，货币的基本职能和主要用途是协助市场的交易与投资，减少交易费用，其他皆为次要。货币制度则是有关货币发行与流通等安排的总称。简单来说，不同的货币制度之间的根本区别就在于其选择的“货币锚”不同。选择的锚不同，则后续的所有货币制度安排都会产生差异，由此就演化出不同的货币制度。而“货币锚”是指货币发行的基础或储备，具有支持和约束货币发行规模的功能。

（一）“金本位制”

人类历史上最悠久的货币制度是“金属本位”制，即“金本位”“银本位”“铜本位”制度。在这种制度下，由于黄金、白银等的天然属性，它们本身即是货币，货币量的增加取决于黄金、白银的开采量的自然增长，而非人为能操控（尽管历史上也不乏政府通过操控货币中金银的含量导致货币崩溃的例子），因此能很好地保证币值的稳定。但“金本位”或“银本位”也存在天然的缺陷，主要包括两点：一是在“金本位”或“银本位”下，货币本身也是一种商品，因此它的价格如果大幅波动会导致其他商品的价格随之出现波动；二是由于黄金和白银的储量

有限且开采不易，或者某种情况下出现大量外流，会导致经济运行中的货币量不足，从而使经济出现通缩。也正因为如此，“金本位”和“银本位”制度在20世纪70年代最终被淘汰。

（二）“主权信用货币制”

值得说明的是，“二战”后建立的“布雷顿森林体系”，即“美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩”的“双挂钩”制度，其实质也是一种“金本位”制度，而1971年美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩也正式标志着美元放弃了以黄金为本位的货币制度，随之采取的是“主权信用货币制”。

以美国为例，美元发行没有以任何实物作为储备，由国家法律规定由中央银行发行而具备了货币的功能，因此也被称为“法币”制度。这种货币制度通常以M3、经济增长率、通胀率、失业率等作为“间接锚”，并不是完全的无锚制货币。从1970年开始，欧美、日本等大部分世界发达国家逐步采用了“主权信用货币制”，在实践中总体表现较好，货币的发行量与经济增量相匹配，保持了经济的健康增长和物价的稳定。但部分西方国家如美国在面临经济危机时，随意调整货币“间接锚”，为了刺激经济，推进财政赤字货币化，由美联储直接发行货币购买财政赤字超发的国债，货币超发就难以避免。近十余年来，美国为了摆脱金融危机，政府债务总量从2007年的9万亿美元上升到2019年的22万亿美元，已经超过美国GDP。如果美国债务持续攀升，每年到期债务和利息就将消耗完全部的财政收入，美国没有信用再发国债，融资能力将会减弱，美元未来大概率会面临大幅贬值，并触发新的全球金融危机。

（三）“联系汇率制”

香港采用的货币制度很独特，被称为“联系汇率”制度，又被称为“钞票局”制度，据说是19世纪一位英国爵士的发明。其基本内容是香港以某一种国际货币为锚（20世纪70年代以前以英镑为本位，80年代后改以美元为本位），即以该货币为储备发行港币，通过中央银

行吞吐储备货币来达到稳定本币汇率的目标。在这种货币制度下，不仅需要储备相当规模的锚货币，其还有一个重大缺陷是必须放弃独立的货币政策，即本位货币加降息时，其也必须跟随。因此，这种货币制度只适用于小国或者小型经济体，对大国或大型经济体则不适用。

综上所述，发行货币必须有锚，锚固则币值稳定，从而大大减少交易费用，促进经济稳定发展。从这个角度来说，“金本位制”应当算是最好的货币制度，但由于前述的固有缺陷，它已不再能满足人类社会的发展要求。因此，在可以预见的未来想要重新恢复“金本位制”是不切实际的想法。当然，人类历史发展到今天，货币锚似乎已经不是货币发行之必须，如主权信用货币就是没有实物储备的货币，但自主权信用货币诞生以来的近半个世纪的经验似乎证明，不给货币下一个各方有共识的、比较刚性的“锚”，肯定会出现问题。

二
世界主要国家货币发行制度的比较

从全世界来看，根据经济社会发展不同阶段的需要，一国的货币锚在不同的时期往往也会进行适时的调整。

（一）中国的货币发行制度

从新中国成立到如今，人民币发行制度经历了从“物资本位制”到“汇兑本位制”两个阶段，这两种不同时期实施的货币制度在当时都有效地促进了国民经济的发展。

1．从“物资本位制”到“汇兑本位制”

新中国成立以后我国实行的货币制度是“物资本位制”。“物资本位制”是指现金的发行以国家掌握的物质为基础。这可以算作是我国央行的独创，并在根据地时期和新中国成立初期对稳定人民币币值和促进经济发展发挥了奇效。

1995年以后，面对新的形势，中国人民银行探索通过改革实行了

新的货币制度——“汇兑本位制”，即通过发行人民币对流入的外汇强制结汇，人民币汇率采取盯住美元的策略，从而保持人民币的汇率基本稳定。当时实行这一重大改革的背景简单说就是，从国内看，我国经济发展经历了20世纪80年代以来的改革开放，经济结构和动力发生了深刻的转变。沿海经济技术开发区、经济特区的发展，促进了营商环境的开放和改善。大量的民营企业、外资企业蓬勃发展，农村土地承包制度又使得庞大的农村人口向工业和城市转移，具有比较优势的出口外向型战略成为我国经济发展最重要的战略；从国际看，当时发达国家正在向广大发展中国家实施产业转移，美元又是主要的国际货币、全球第一“强币”，美国也是中国最重要的出口目的地国，采取盯住美元的策略能够保证人民币币值的稳定，从而保障我国出口外向型战略的顺利实施。

在“汇兑本位制”下，我国主要有两种渠道完成人民币的发行。第一种，当外资到我国投资时，需要将其持有的外币兑换成人民币，这就是被结汇。结汇以后，在中国人民银行资产负债表上，一边增加了外汇资产，另一边增加了存款准备金的资产，这实际上就是基础货币发出的过程。中央银行的资产负债表中关于金融资产分为两部分，一部分是外币资产，另一部分是基础货币。基础货币包括M0和存款准备金，而这部分的准备金就是因为外汇占款而出现的。

第二种则是贸易顺差。中国企业由于进出口业务产生贸易顺差，实际上是外汇结余。企业将多余的外汇卖给商业银行，再由央行通过发行基础货币来购买商业银行收到的外汇。商业银行收到央行用于购买外汇的基础货币，就会通过M0流入社会。长此以往，就会增加通货膨胀的风险。央行为规避通货膨胀的风险，就会通过提高准备金率将多出的基础货币回收。

在“汇兑本位制”下，外汇储备可以视作人民币发行的基础或储备，且由于实行强制结汇，外汇占款逐渐成为我国基础货币发行的主要途径，到2013年末达到83%的峰值，此后略有下降，截至2019年7月末，外汇占款占中国人民银行资产总规模达到59.35%，说明有近六成人民币仍然通过外汇占款的方式发行。

2．“汇兑本位制”的实质：锚定美元

在“汇兑本位制”下，人民币的发行和我国的汇率制度息息相关。

随着我国对美国贸易顺差规模逐渐扩大，以及美国自身经济出现结构性问题，美国从2003年开始逼迫人民币升值。为了减轻美国方面的政治压力，2005年7月21日中国人民银行宣布人民币与美元脱钩，改为实行“参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”，并一次性升值2.1%。篮子内货币的比重以中国对各国的外贸比重为依据。但一次性升值的幅度并未完全释放汇率调整的压力，却带来了人民币将继续升值的预期，因此引来境外资金的大量流入和国际炒家的炒作。结果此后一直到2013年，人民币基本进入了一段“单边升值”的周期。需要指出的是，此时的货币制度依然属于“汇兑本位制”，只不过人民币钩住的锚从美元变成了“一篮子货币”而已。但实际上大部分时间还是采取“盯住”美元的策略，因为在“一篮子货币”里美元占的比重最大。

2015年8月11日，为创造条件促使国际货币基金组织将人民币纳入SDR国际储备货币篮子，同时也为解除汇管做准备，中国人民银行宣布“完善人民币兑美元汇率中间价报价，以增强其市场化程度和基准性”，并将人民币兑美元汇率中间价一次性贬值1.86%，这被称为中国人民银行的第二次“汇改”。中国人民银行启动第二次“汇改”的主要目标是将人民币纳入SDR国际储备货币篮子，从而为人民币国际化铺平道路，同时也是想调整长期以来“盯住”美元的策略，增强人民币汇率的市场化程度，从而减轻国际上特别是美国要求人民币升值的压力。2017年以来，“收盘汇率＋一篮子货币汇率变化＋逆周期因子”的人民币兑美元汇率中间价形成机制开始运行，人民币兑美元双边汇率弹性增强，双向浮动范围不断扩大。从这几年的发展情况来看，应该说二次“汇改”实施效果良好。

总而言之，我国的人民币汇率制度基于两个环节。第一，人民币的汇率是人民币和外币之间的交换比率，是人民币与一篮子货币形成的一个比价。我国在同其他国家进行投资、贸易时，人民币按照汇率进行兑换。由于美元是目前世界上最主要的货币，所以虽然人民币与

一篮子货币形成相对均衡的比价，但由于美元在一篮子货币中占有较大的比重，人民币最重要的比价货币是美元。第二，我国实行结汇制，即我国的商业银行、企业，基本上不能保存外汇，必须将收到的外汇卖给央行。因此，由于我国的货币发行的基础是外汇，而美元在我国的外汇占款、一篮子货币中占比较高，因此可以说人民币是间接锚定美元发行的。

3．“汇兑本位制”下货币供给方式新的变化

近年来，由于贸易顺差持续缩小，我国通过外汇占款发行的货币呈现出负增长态势。截至2018年12月底，中国人民银行资产总规模为37.25万亿元，其中外汇占款达21.25万亿元。外汇占款在货币发行中的份额已经从2013年的83%降低至2008年初的57%左右。与此同时，央行对其他存款性公司债权迅速扩张，从2014年到2016年底扩张了2.4倍，占总资产份额从7.4%升至24.7%。这说明了随着外汇占款成为基础货币回笼而非投放的主渠道，央行主要通过公开市场操作和各类再贷款便利操作购买国内资产来投放货币，不失为在外汇占款不足的情况下供给货币的明智选择。同时，央行连续降低法定存款准备金率，提高了货币乘数，一定程度上也缓解了国内流动性不足的问题。

虽然外汇占款在新增货币发行中的比例大幅降低，但我国货币发行的本质并没有改变，外汇占款在货币发行存量中的比重仍然接近60%，只是通过一些货币政策工具缓解了原来“汇兑本位制”的问题。一旦日后出现大量贸易顺差导致外汇储备增加，货币发行制度就会又回到老路上。

（二）美国的货币发行制度

美国的货币发行制度与我国有较大的区别，大致经历了两个发展阶段：“金本位制”阶段和“主权信用货币”阶段。

1．从“金本位制”到“主权信用货币制”

第二次世界大战前，金本位体系已经濒临崩溃，但受制于战争期间，国际贸易仍然靠黄金进行结算。大战结束后，各国面临着战后重建和恢复经济的艰巨任务，国际上急需一个新的货币体系来稳定币值，便于各国之间进行贸易结算。最终在1944年，44个国家达成协议，建立了一个以美元为中心的国际货币体系——布雷顿森林体系。布雷顿森林体系是指将美元同黄金挂钩，任何国家可以用持有的35美元去向美国政府要求兑换一盎司黄金；各国规定各自货币的含金量，货币同美元挂钩，通过含金量的比例确定同美国的中心汇率。在布雷顿森林体系下，各国货币无须与黄金挂钩，而仅仅需要与美元挂钩，而美国需要保证各国可以用美元自由兑换黄金。因此，这一体系需要美国强大的经济实力和黄金储备作为保证，方能使得各国汇率处于一个平稳变化的态势中。布雷顿森林体系的确立，为美元的国际货币地位创造了极为有利的条件。

布雷顿森林体系运作20余年后，欧洲主要国家普遍在低通胀的情况下实现了经济的快速恢复。但是在欧洲经济快速发展的时期，美国由于越南战争导致的大额军费开支和国内的经济增速放缓，政府的财政赤字不断增加。与此同时，美国在国际贸易中的逆差不断增大，西方国家出现美元过剩，纷纷将手中的美元兑换成黄金。黄金价格在20世纪60年代早期已经超过了官方定价35美元/盎司，金价的上涨造成美元大幅贬值，美元危机第一次暴露出来。为了维持黄金官价水平及美元对外价值，美国不得不抛售黄金以平抑金价、稳定美元汇率。但美元与黄金固定兑换比例已经积重难返。

1971年，美国总统尼克松正式宣布美元与黄金脱钩。与此同时，各国为了维持同美元的中心汇率，不得不投放大量的本国货币。巨大的通胀压力下，部分国家开始实行自由浮动汇率。至此，布雷顿森林体系彻底解体。但在布雷顿森林体系彻底解体之后不久，美国与沙特阿拉伯签署了一项协议——沙特将美元作为石油交易的唯一定价货币。同时，沙特阿拉伯把卖高价石油所得的大部分收益，都通过纽约的联邦储备银行购买美国财政部的国债，用来弥补美国政府的财政赤字。其他国家为了得到足够数量的美元来购买石油，通过使自身货币贬值，形成贸易逆差以储备美元。于是，美元从布雷顿森林体系中的

黄金—美元，成功的转型成为石油—美元，重塑了其世界货币的霸主地位。

从1970年到2008年，美国政府在应用主权信用货币制度的过程中基本遵守货币发行纪律，货币的增长与GDP增长、政府债务始终保持适度的比例。1970年，美国基础货币约为700亿美元，2007年底约为8200亿美元，大约增长了12倍。与此同时，美国GDP从1970年的1.1万亿美元增长到2007年的14.5万亿美元，大概增长了13倍。美联储货币政策的最终目标在这一段时期主要体现为保持物价稳定和适度经济增长，总体上对国民经济的干预程度较低，因此货币的发行量始终处于严格控制的状态。因此，在这一阶段，实行“主权信用货币制”的美元保持了良好的信用，美元在全世界外汇储备中的占比稳定在65%以上。

2．失控的“锚”导致货币严重超发

2008年经济危机后，美国为了拯救经济，受到MMT货币理论的影响，开始放松货币锚约束。金融危机导致美国房地产和银行等行业受创严重，股市大跌，美联储为了挽救崩溃的市场，货币政策最终目标也随之由“保持低通货膨胀率和适度的经济增长”转变为“稳定市值和充分就业”。在这一政策目标的驱动下，美联储和财政部开始直接下场救市。美联储将联邦基金利率大幅降低至0%—0.25%，同时向财政部大规模购买美国国债、抵押贷款支持证券等非常规货币工具。从2008年年底至2014年10月，美联储先后出台三轮量化宽松政策，总共购买资产约3.9万亿美元。美联储持有的资产规模占国内生产总值的比例从2007年年底的6.1%大幅升至2014年年底的25.3%，资产负债表扩张到前所未有的水平。

美国基础货币供应量因此大幅度攀升，从2008年到2019年，美国基础货币供应量从8200亿美元飙升到4万亿美元，整体约增长了5倍，与此同时，美国GDP仅增长了1.5倍，基础货币的发行增速几乎是同期GDP增速的3倍以上。在这种货币政策的驱动下，美国股市开启了十年长牛之路，股市从6000点涨到28000点。各类资产价格开始重新走上上涨之路，美国经济沉浸在一片欣欣向荣之中。

大规模超发货币，使得财政赤字货币化，还有以下明显好处：第一，滥发美元可以减轻美国国债的压力，因为这样美国可以用更便宜或打折的方式偿还美国国债；第二，滥发美元有助于缓解美国政府的财政压力，以实现选民所要求实行的社会项目，从而避免不利于政治选举的选项，如提高税收等；第三，滥发美元容易与经济增长相混淆，而经济增长又容易与经济健康增长相混淆。滥发美元在经济下行时期缓冲了危机，同时掩盖了未来的通货膨胀；第四，滥发美元导致名义资产价格上涨，从而给公民制造了创造财富的假象，哪怕是他们手中资产的实际购买力已经下降。

3．美元的发行和循环机制保证了美元币值稳定

美国近年来大规模超发货币，但国内并没有出现通货膨胀，美元指数仍然极为强硬，所依赖的正是美元的发行和循环机制。

1913年美国《联邦储备法案》规定，美元的发行权归美联储所有。美国政府没有发行货币的权力，只有发行国债的权力。但实际上，美国政府可以通过发行国债间接发行货币。美国国会批准国债发行规模，财政部将设计好的不同种类的国债债券拿到市场上进行拍卖，最后拍卖交易中没有卖出去的由美联储照单全收，并将相应的美元现金交给财政部。这个过程中，财政部把国债卖给美联储取得现金，美联储通过买进国债获得利息，两全其美，皆大欢喜。

上述货币发行的机制实际上是由美国政府未来税收作为抵押的，只要美国政府不破产，就可以不断发行国债来发行美元。但大量泛滥的美元极容易引发通货膨胀，为此，美元需要一套合理的循环机制。

布雷顿森林体系下的美元循环模式是依靠对外投资流出美国，以国际收支经常项目顺差形式回流。战后世界各国资源紧缺、产能低下，通过进口大量美国的商品和服务来维系百姓的正常生活。同时，美国利用贸易顺差流回的美元对国外进行直接投资，包括证券、信贷等多种渠道，享受各国战后重建的发展红利，成为资本净输出国。

美元实行“主权信用货币制”后，货币循环体系发生了新的变革。由于对外贸易顺差不可持续，美国开始依靠巨额的贸易逆差和不断膨

胀的政府债务维持美元循环的顺利运行。具体过程如下：美国政府发行国债向市场上投入流动性，美国国债一部分被美联储购买，满足国内贸易和社会流通的需求，另外一部分被外国中央银行、海外投资者所购买。投放在国内的美元通过贸易逆差成为各国的美元储备，又通过投资美债、美国股市进行回流，从而形成了美元的大循环。在这个过程中，美国发行的美元大部分在海外循环，实际上将通货膨胀的压力转移到了全世界。一方面美国以长期低廉的融资成本支持国内的基建项目、消费刺激与金融救助。另一方面，通过美元的循环体系，美国极大促进了自身虚拟经济的发展，房地产、股票、国债、期货等都成为全世界投资的资产，这些产业又贡献了大量的税收、国民收入和GDP的主要部分。

4．美元霸权地位形成的五方面因素

从“二战”后取代英镑成为世界货币，80余年来，美元在世界经济中的地位始终不可动摇。美元之所以能保持现代的霸权地位，主要有五方面原因。

第一，充分的物资贸易承载。20世纪40年代，美元正式取代英镑成为世界货币，在这个时候，美国GDP占全球50%以上，美国的制造业产值也占了世界的一半以上，黄金储备占了全世界的80%，“二战”后美国的经济实力已经可以支撑美元作为世界货币。时至今日，美国保持着世界超级大国的地位，拥有最大的境内消费市场、成熟复杂的金融体系、发达的科技体系，以上都吸引着海外投资者将资金配置在美债、美国股市、企业债等资产上，美元的硬通货地位短时间内仍然难以动摇。

第二，良好的信用基础。在布雷顿森林体系之下，美元与黄金挂钩，而黄金几千年来一直都是硬通货，美元通过与黄金的绑定，获得了其他国家的信任。布雷顿森林体系解体之后，虽然美元与黄金脱钩，但是石油—美元体系的建立，让美元在国际大宗商品结算中的地位不可动摇。透过美元循环体系，美国和其他储备美元的国家都获得了一定的益处，体现在美国通过发行美元获得铸币税收入，而其他国家在与美国的贸易中获利，经济实力逐渐上升。这个阶段美国以国家

信用为担保发行美债，美债余额始终控制在GDP的70%比例之内，国家信用良好。美债作为全世界交易规模最大的政府债券，长久以来保持稳定的收益，成为黄金以外另一种可靠的无风险资产。在2008年之前，美国的货币供给总体上与世界经济的需求也保持着适当的比例，进一步加强了美元的信用。

第三，世界结算体系。目前，全世界贸易结算和支付超过80%的交易是通过美元全球结算系统SWIFT（全球同业银行电讯协会）实现的。目前该系统已基本覆盖全球所有国家，拥有7500家直接与间接会员，每日结算额达到5万亿至6万亿美元，全年结算额约2000万亿美元。美国在SWIFT底层架构上建立了CHIPS美元支付系统，CHIPS目前占到全世界银行同业外汇交易清算份额的90%以上。通过建立全球通行的清结算系统，迫使各国在跨国贸易时必须使用美元作为中间结算货币。一旦离开了这个系统，其他国家都很难将资金在全球进行流转，就会成为金融孤岛。所以，美国只要控制着这个系统，美元的霸权地位就很稳固。

第四，军事武力保障。要作为世界货币，没有军事实力来保障货币使用的稳定是不行的。美国拥有的航母数量超过其他国家的总和，陆、海、空、核武器无论是数量还是质量都远在其他国家之上；美国在海外拥有着大量的军事基地，而且军费一直在增加，目前军费也超过其他所有国家之和；美国动辄制裁他国，也是建立在强大的军事实力之上的。依靠军事武力保障，美国可以从容扮演世界秩序的维护者，让其他国家无法挑战美元霸主地位。

第五，长期在位优势。一种货币要想真正成为世界货币，是非常不容易的，通常需要漫长的过程。美国在“二战”后终于取代英国成为世界霸主，美元也在战后成为世界货币，至今已经历了70余年。这段时期内，美国GDP占全球GDP的比重已经从50%下降到24%，但美元仍然是主要的国际交易结算货币。尽管近年来美元在国际储备货币中的占比逐渐从70%左右滑落到62%，但美元的地位短时间内仍然看不到动摇的迹象。要突破在位优势，一般需求比较长的时间。英国尽管在“一战”时经济实力已经被美国超过，但直到“二战”结束，美元才真正取代英镑的地位。因此，美元的在位优势让美元依靠惯性保持世界

货币中心地位的角色。

（三）其他国家或地区的货币发行制度

不同国家或经济体基于其经济体量、历史原因，货币发行制度也不尽相同。

1．欧盟

欧元区货币发行由欧洲央行统一管理，以共同条约的形式规定了货币投放的方法和标准。这个共同条约包含了三个指标：通货膨胀率、就业率和经济增长率。如果这三个指标都在预先设定的范围内，就可以向市场投放货币，以提供流动性。如果通胀率高于预先设定范围，就实行紧缩政策；如果经济增长率低于预先设定范围，就实行扩张政策，增加货币投放量。在这三个指标中，通货膨胀率是欧洲央行最关注的，其货币政策战略是“中期通货膨胀率低于但接近2%”，这就是欧元基础货币的投放机制。

2．英国

脱离金本位后，英国同样以政府信用发行货币，在主权信用货币体系下，英国货币锚经历了三次重大调整。1973年英国开始以广义货币供应量（英镑M3）作为货币政策锚。但通过M3控制货币发行量不可避免地要实行信贷管制。随着英国经济在20世纪80年代陷入急剧衰退，失业率迅速上升，价格和工资的增长明显放缓。M3在经济衰退背景下持续增长，并超出其增长范围。货币锚已经初步失效。在这样的背景下，英国加入了欧盟的汇率体系，决定对德国马克实行固定汇率，从而稳定货币政策。最初该体制运行得很好，但是很快出现了问题，因为1990年后德国的货币政策越来越不适应英国的情况，最终英国于1992年10月退出了欧盟的汇率体系。1992年10月，英国财政大臣宣布采用通胀目标法，货币当局不再设立汇率目标或货币目标。通胀目标法的基本含义是：货币当局确定在未来某段或几段时期内取得并保持较低的、稳定的通货膨胀率，明确宣布实现通货膨胀目标是货

币政策唯一的、压倒一切的目标。其实质是反通货膨胀的货币政策框架，仍然以物价稳定为最终目标。2003年12月，英国财政部大臣宣布将通胀目标由2.5%调整至2.0%。该政策框架一直沿用至今。

3．日本

在1971年布雷顿森林体系瓦解后，日元便与美元汇率脱钩，实现了浮动汇率，成为独立的主权货币。日本央行发行货币的锚是综合多元化的，按法律规定为金银、外汇、3个月内到期的商业票据、银行承兑票据，以及3个月内到期的以票据、国债、其他有价证券为担保的放款等。日元设有最高发行限度，该限度须经过政府内阁会议讨论后由大藏省大臣决定。货币锚总体上是一篮子的国内外资产。2014年之后，为了应对美国量化宽松，抑制日元持续升值对日本出口的打击，日本政府也采取了相应的量化宽松货币政策。2013年2月，日本央行决定引入2%的“物价稳定目标”，为尽早实现上述目标，日本央行表示将持续推进强有力的货币宽松措施。作为实现手段，日本央行自2014年初起，“不设期限”每月购入一定额度的金融资产。

4．其他国家或地区

除了欧美等经济体之外，从2005年起，105个拥有自己货币的国家或地区中，因为自身政府信用不足，他们都选择用外汇储备作抵押来发行自己的货币，只是在汇率盯住的国家上面，三分之二的国家选择了美元，而三分之一的国家选择了欧元。总而言之，从全世界来看，锚定强势货币仍然是大部分小经济体的选择。

（四）货币发行制度的总体评述

在布雷顿森林体系形成之前，世界货币锚定“金本位”，各国货币与黄金大致维持一定的兑换比例，而黄金的不可大幅开采引导着世界货币保持一定的规模，实现了世界经济长期稳定的增长和低通胀。整体上全世界货币发行都处于良好有序的状态中。

布雷顿森林体系形成之后，美元成为全世界的“锚”，全世界的货

币跟住美元，形成了与“联系汇率制”大致类似的货币发行制度安排。这个时期，由于美元被黄金储量约束，货币发行也处于有纪律的状态之中。

布雷顿森林体系解体后，各国以美元为货币“名义锚”的强制性随之弱化，但在自由选择条件下，绝大多数发展中国家仍然选择美元为“名义锚”，实行了锚定美元，允许一定浮动的货币调控制度。另有一些发展中国家选择锚定原来的宗主国，以德国马克、法国法郎和英镑等货币为“名义锚”。而主要的发达国家在货币寻锚的过程中，经历了一些波折之后，大多选择以“利率、货币发行量、通货膨胀率”等指标作为货币发行中间目标，实际上锚定的是国内资产。总之，从当前来看，世界的货币大致形成了两类发行制度：以“其他货币”为名义锚的货币发行体制和以“本国资产”为名义锚的货币发行体系，也称为主权信用货币制度。

1．以“其他货币”为名义锚的货币制度

这种货币发行制度，主要存在于弱小的发展中国家。经济实力较弱的小国，要想保持货币的稳定，只有保持经常项目平衡，且与大国货币汇率保持稳定，才能避免损失，因此必然会成为其他强国的附庸。因此，这些国家选择锚定信用度较强的货币。这个过程中，附庸国就会丧失货币政策的主导权，只能被动地根据外汇储备、国际收支的变化调整货币发行量。部分国家尝试在锚定其他国家货币的同时，通过一些货币工具，对国内的货币发行量进行微调，以适应经济发展的需要。但本质上看，货币发行制度仍然缺乏自主权。

2．主权信用货币制度

以国家信用为锚是布雷顿森林体系解体后大部分欧美国家货币政策的共同选择。金本位显然已经无法满足现代社会的需要，由于美元与黄金的脱钩，再锚定美元实际上已经失去了意义。因此，大部分经济实力较高的国家选择国家信用作为货币锚。

主权信用货币制度是货币发行制度的新的进化，但在应用过程中

对货币纪律和“间接锚”的调控要求较高。由于国民经济存在不同的发展阶段（繁荣、衰退、萧条、复苏），为了实现政策目标，大部分国家的货币锚都经历了调整。以美国为例，20世纪70年代末期，美国经济开始出现滞涨，美联储抛弃凯恩斯主义，开始采用货币主义作为货币政策的理论依据，将货币目标由“稳定物价和促进经济增长”转变为“完全就业、物价稳定和中长期利率稳定”，货币锚为联邦基金利率。20世纪90年代，美国彻底摆脱滞涨，此时需要大力发展国民经济，所以美国货币政策的最终目标由“完全就业、物价稳定和中长期利率稳定”转变为“保持低通货膨胀率和适度的经济增长”。此时货币锚变成了以控制联邦基金利率为核心，综合参考货币供给量、消费价格指数、汇率和国际收支差额等变量。这一货币锚延续至今。在这一“间接锚”的管控下，美国货币供给与GDP保持大致相同的增速，主权信用货币制度体现了良好的流通、价值尺度、财富储藏等功能。

2008年金融危机后，美国经济陷入衰退，美国的货币政策目标再次转变，变成了“稳定币值和充分就业”，随后美联储推出了大规模的组合救市举措和量化宽松政策，货币锚的总体约束性随着美联储的大规模直升机式撒币而名存实亡。美国货币锚的失控，对全世界的货币政策都产生了严重负面影响。锚定美元的货币陷入了两难境地。一方面，由于经济危机影响，各行业需求萎缩，失业率大幅攀升，需要提高货币供应、降低利率缓冲危机影响。另一方面，由于大部分锚定美元的国家均为发展中国家或自身实力相对较弱，在危机中外资出于资产保值考虑，纷纷选择美国国债或黄金作为避险资产，导致外资大幅外流。外资的流出叠加国内的量化宽松政策，往往导致本国货币大幅度贬值，雪上加霜。

总体上看，“主权信用货币制度”在严格的货币发行纪律约束下，能够很好地保障货币供给的适度。但近年来，为了摆脱经济低迷的困境，众多国家逐渐转向MMT理论，在MMT的影响下，主权信用货币制度放松了货币间接锚，不断发行新的国债刺激经济，财政赤字大幅增加，甚至出现了“财政赤字货币化”的趋势。为了保证“主权信用货币”的信用，有必要重新调整货币的锚定物，让货币的发行与经济的增长同比适度增长，而不是反其道而行之，用大规模的货币灌水，用

货币政策来解决国民经济的结构性问题。

总结一下，本次课程我主要分析了历史上几种不同的货币锚以及世界上货币发行制度的变迁史。下一次课程，我将阐述什么是“主权信用货币制度”，以及“主权信用货币制度”的利弊与实施的条件。更进一步地站在未来新的历史起点上，货币制度不仅仅要满足新时代经济社会发展的要求，也要能体现出大国担当，体现全社会人类命运共同体的利益，因此，还需要进一步改革人民币发行之“锚”，探索更适合我国的货币发行制度。我将在下一次课程上详细分析。

答 / 学 / 生 / 问

提问1：

黄教授，我请教一个问题，货币是要有锚的，主权信用货币间接锚定的是通货膨胀率、就业率等，从客观上来说，这个有没有底线，有没有矫正机制？

黄奇帆教授：

即使锚定通货膨胀率、就业率等软约束指标，货币发行的总量也需要进行控制，也要与GDP增长率相对应，不能滥发货币。因为美国的基础货币主要由国债发行产生，那么就要对国债的发行进行约束。比如说美国国会，国债余额有良性的上限，有危机上限，有崩盘的上限，分别是70%、100%、150%，大致是这样一个比例。按照经济学原理，应该说这三个限度的设定，是政府更好地履行政府职责、服务社会、遵守纪律的体现，而不是随心所欲的货币放水。美联储的独立性应该建立在市场规则之上，而不是因为总统的意志、部分民众的意志而有所动摇。从这个角度上来说，主权信用货币肯定是有底线的，它的底线就是政府总的税收收入，因为政府要拿这个收入去偿还国债。目前部分西方国家主权信用货币已经走偏了，短时间看挽救了经济，长期就是饮鸩止渴，因此，必须要对主权信用货币制定一个清晰、稳定、坚固的锚。

提问2：

目前我国货币供给的结构中，通过外汇储备发行的占比已经有所下降，请问黄教授，您怎么看待这个问题？未来如果要进一步降低外汇占款在基础货币的占比，该通过何种方式进行？

黄奇帆教授：

上文中我也提到了，随着近年来我国贸易顺差的缩小，通过外汇占款发行的基础货币规模有所缩小，但货币发行的机制实际上没有变化，一旦未来进出口贸易恢复过来，通过外汇占款发行的货币规模又增加了，形变而实未变，又回到了老路上。我国央行近年来为了弥补市场流动性的不足，也先后通过降准、各种货币工具为市场提供资金，但这种方式不能解决根本性问题，货币的自主性灵活性仍然较弱，而且无法反映经济增量上的铸币税盈余。所以，我认为未来我们也要转向主权信用货币制度，但转向政府信用货币制度不意味着货币可以随意发放，也要有一个锚来约束。发行的增速大致等于GDP增速加上通货膨胀率加平减系数。随着主权信用货币制度的实施，当国债的规模增加之后，外汇的占比自然就减少了，甚至可以将外汇占款纳入财政部发放国债的整个体系里，对外汇占款部分采用财政发放特别国债的方法进行置换。这样5—10年左右，外汇占款在基础货币的占比就将降低到一个合理的比例。

面向未来的人民币发行制度

2019年10月16日

摘要：“主权信用货币制度”是以政府的税收、GDP等综合实力为基础发行货币的一种方式，有助于央行实施独立自主的货币政策，加强逆周期调节。但主权信用货币制度的锚不够清晰，一旦受到MMT理论的影响时，容易出现财政赤字货币化的现象。因此，未来我国调整“汇兑本位制”而转向“主权信用货币制度”的时候，需要为其确定一个可靠的锚。在货币发行增速不超过GDP增长率加通货膨胀率、国债余额与GDP比值不超过70%，货币发行绝不能为财政赤字买单，不搞财政赤字货币化、绝不能实施零利率甚至负利率这四条刚性原则下，我国可以分别确定“宏观锚”“微观锚”及“数字锚”，建立一套完善的货币锚制度，帮助人民币发行制度打破各种货币制度的局限性，真正成为国际性货币。

上一节课我阐述了不同的货币制度实际上对应不同的锚，以及三种货币锚产生的背景及局限条件。在此基础上，我分析了全球主要国家的货币发行制度的转变，并指出当前主流的两种货币制度的利弊。而关于这个问题，财政部及央行的专家也撰文阐明了自己的看法和主张。

当前，美国滥发货币的趋势还未根本改变，世界需要一种稳定可靠的货币，取代美元成为跨境清结算、财富保值升值的工具。随着未来我国经济实力不断提高，国际地位进一步上升，金融业开放局面不断扩大，作为负责任的大国，为人民币确定新的锚定物，使人民币成为新的世界货币是题中应有之义。因此，面向未来，我们要进一步重塑人民币发行之“锚”，找到既适合我国国情又满足人类命运共同体利益诉求的最佳货币制度。

一
“主权信用货币制度”的利弊分析

2019年1月，财政部国库司郭方明在“2019年债券市场投资论坛”表示，要拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，同时扩大国债在货币政策操作中的运用，使国债达到准货币的效果。此后，针对能否将国债作为人民币的货币发行基础再次引发各界讨论。

（一）“主权信用货币制度”的益处

财政部专家的文章中阐释了“买国债发行货币”的三方面好处。其一，“扩大国债在货币政策操作中的运用，推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制”。换言之，这实际上是要用国债来替代央行票据。其二，“健全国债收益率曲线的利率传导机制”。换言之，这是希望将国债收益率作为整个经济和金融市场的基准利率，从而为其他市场主体和投资交易提供利率基准。其三，“强化国债作为基准金融资产的作用，使国债达到准货币的效果”。换言之，有了国债来作为央行公开市场政策操作的主要工具，就可以通过买卖国债来吞吐基础货币，国债就具有了准货币的功能。

我基本赞同财政部专家的三条意见，但我认为，这几条意见，只是以国债作为货币发行之锚在操作路径上的具体表述，缺少以国债为锚的主权信用货币的宏观意义解释。从我国当前宏观经济情况来看，以主权信用发行货币，主要有以下三方面益处。

1．央行可以实施完全独立的货币政策

过去的20多年间，尽管我国根据实际经济情况来控制货币总量，但事实上货币主要是通过外汇占款发行的，缺乏独立的货币政策。当贸易顺差扩大时，基础货币发行量大增，市场流动性泛滥带来房地产价格及各类物价飙升。贸易顺差缩小时，又容易导致基础货币投放不足，造成市场流动性短缺、利率上升，引发“钱荒”现象。但将人民币

的发行基础过渡到国债后，我国就可以根据实际的GDP增长、通货膨胀等情况，自主决定货币的发行数量。尤其是在经济下行周期下，独立的货币政策有助于加强逆周期调节，更好地支持实体经济复苏。

2．防止美元信用崩盘带来的不利影响

近年来美元债务持续攀升，政府债务总量从2007年的9万亿美元上升到2019年的22万亿美元，已经超过美国GDP的110%。如果美国债务持续攀升，到期债务和利息消耗完全部的财政收入，美元的信用就会变成泡沫。一旦美元泡沫化，不仅巨额的美元外汇储备会受到重大损失，而且锚定美元的各种货币的信用也会崩溃。未雨绸缪，人民币要想保持币值的稳定，未来货币发行不能再以美元为锚，以外汇占款发行货币。最合理的货币发行方式是锚定国家信用、依托本国税收的主权信用货币制度。

3．降低工商企业融资成本

由于过去主要通过外汇占款的方式发行货币，造成我国基础货币、M0、M2之间存在巨大的差异。目前，我国基础货币总量约为31万亿元，但M0仅7万多亿元，M2超过190万亿元。基础货币中，大部分是由外汇占款发行的，为了遏制过多的货币冲击市场，大部分基础货币又以存款准备金的形式存放在央行，抬高了央行和商业银行的成本，一定程度上也提高了实体经济融资成本。通过主权信用发行货币后，我国可以自主控制M0和基础货币的投放。通过逐步降低存款准备金率，调控基础货币规模，商业银行整体资金运行就相对宽松，融资难、融资贵的问题就得到了缓解。

（二）央行专家对“主权信用货币制度”的不同意见

对于“主权信用货币制度”，也有专家提出了不同的意见。2019年8月，中国人民银行货币政策司孙国峰发表了一篇《对“现代货币理论”的批判》的文章，提出“现代货币理论存在明显的逻辑缺陷，在实践中应用是十分危险的”，并继而从现代货币理论实践运用的历史教

训中得出结论：“切断央行向财政透支的制度安排是现代银行信用货币体系的基石。”

此后，中国人民银行在其官网刊登出一篇题为《央行票据是适合中国国情的货币政策工具》的文章，也对“主权信用货币制度”提出了三点反对意见。

1．中美两国国情不同

“美联储是典型的以国债作为主要流动性管理工具的央行。主要原因在于，美联储负责发行现钞，现钞作为信用货币，其偿付能力须由主权信用背书，而美联储并不具有主权信用，因此必须通过购买美国国债为现钞发行提供主权信用担保，故其国债持有量与现钞发行量基本相等。美联储资产负债表的结构决定了其适合通过买卖国债吞吐流动性。”而我国的情况则不同，“中国人民银行从成立之日起就是中国共产党领导下的中央银行，现金发行以国家掌握的物资为基础，无须通过购买国债担保现钞的信用”。

2．中美两国的金融体系不同

“与美国以金融市场为主导的金融体系不同，中国的金融体系是银行主导的。所以中国人民银行资产负债表主要反映了和银行之间的关系，资产端以国家掌握的国际物资（外汇储备）和对银行的债权为主，负债端则以对银行的债务（包括央票、法定准备金和超额准备金等）和现金为主。在外汇快速流入的时期，中国人民银行资产负债表资产方的外汇储备和负债方的超额准备金快速增加。如果效仿发达国家央行卖出国债回笼流动性需要央行持有充足的国债，考虑到中国人民银行的资产负债表中国债占比很小，如果通过在市场购买国债开展操作，则一买一卖对市场流动性实际影响为零。”

3．不符合我国现行法律的规定

“央行直接向财政部购买国债再向市场卖出也可达到回笼流动性的效果，但这种方法有央行对财政透支之嫌，违反了《中华人民共和

国中国人民银行法》的规定，政策成本过高，效果不如央行票据。”

二
实施“主权信用货币制度”是大国崛起的必然选择

从前文分析来看，世界货币发行制度大致可以分为两种类型：以“其他货币”为名义锚的货币制度和“主权信用货币制度”。而针对“主权信用货币制度”，央行和财政部专家观点各不相同。那么面向未来，人民币该选择什么样的货币锚呢？

（一）“主权信用货币制度”是世界强国的共同选择

选择什么样的货币发行制度，最根本的决定因素是一国的政治、经济等综合实力。“主权信用货币制度”是当前世界发达国家或地区如美、英、日本、欧盟的共同选择。具体来看，这些国家主要通过买卖政府债券调控基础货币发行量。之所以选择信用货币制度，是因为主权信用货币制度下货币的发行不是根据某一类资产的储备和他国的货币政策，央行的独立性更强，自主灵活性更高，能够在经济事务中扮演更重要的角色。以“他国货币”为锚的货币政策，在经济困难时期往往陷于被动局面，货币手段有限，也很难与财政部门联手应对衰退阶段的信贷需求不足等问题。

（二）“主权信用货币制度”不等同于“财政赤字货币化”

“主权信用货币制度”是指政府以主权信用作为担保，以发行国债的方式发行基础货币满足经济发展的需要。而“财政赤字货币化”是指发行货币直接为政府赤字融资。财政赤字货币化通常有几种表现形式：一是央行发行货币直接为政府提供开支；二是央行在一级市场直接购买国债；三是央行在资产负债表中债务减记以降低财政负担；四是央行将持有的国债转化为零息永续债。这两者在实践之中有一些相同之处，比如同时都可以通过购买政府债券的方式来增加货币供给，但实际上两者有着根本性的区别。

第一，“主权信用货币制度”是货币的一种发行方式，并不等同于“财政赤字货币化”。从20世纪70年代开始，美、日、欧等国家或地区实施主权信用货币制度已经有超过50年的历史，央行购买债券发行基础货币的制度已经相当成熟，政府赤字并没有因为主权信用货币制度而失控，且国内通胀率大部分时间都保持了良好的水平。从根本上来说，税收是货币的信用，财政可以是货币发行的手段，而且是最高效公平的手段，央行买国债是能够自主收放的货币政策手段。一旦货币超发后，央行只需要提高利率、提高存款准备金率回收基础货币，而财政部门也可以通过增加税收、注销政府债券的方式来消除多余的货币、避免通货膨胀。

第二，导致“财政赤字货币化”的原因并不是“主权信用货币制度”，而是与货币发行丧失锚定物有关。中国历史上，两宋末年、解放战争时期，宋廷和国民政府都试图通过无限超发货币来补充不断扩大的军费开支，但最终自食苦果。19世纪30年代大萧条之后，一些国家也试图通过央行在一级市场直接购买国债的方式帮助政府融资，但最终由于政府过于依赖财政赤字货币化，无限制的财政扩张引发了恶性通胀。上述两个例子都是“财政赤字货币化”的典型案例，原因并不是主权信用货币制度，而是与当时的政府滥发货币、货币发行无任何锚定物有关。货币货币，有货才有币，货是币之锚。过去几千年来，大部分货币一直锚定黄金或其他物资。一旦货币无节制超发，致使私人部门意识到自身拥有的货币与真实财富、黄金相比不断缩水，那么政府发行的货币将不再受到信任。最终，恶性通货膨胀引起主权信用的崩塌和货币体系的迅速崩溃。追根溯源，“财政赤字货币化”的原因在于货币发行缺乏了适当的锚。

第三，“主权信用货币制度”的实质在于“货币财政化”。货币发行以国家信用背书，对应的是国民经济生产总值（GDP）的增长，而国民经济生产总值（GDP）则对应着政府财政税收能力。因此，“主权信用货币制度”等同于“货币财政化”，而不是“财政赤字货币化”。新中国成立之后，我国根据国内的物资储备发行货币，取得了良好的效果，也证明了这种货币发行方式的可行性。虽然近年来，以美国为首的西方国家为了缓解经济危机影响，动用大剂量的货币供给，积累了

巨额的债务规模，给世界债务偿还带来了严重的不确定性，在实践当中将“主权信用货币制度”异化成了“财政赤字货币化”，但不能就此全盘否定“主权信用货币制度”，并将“主权信用货币制度”运用过程中的不负责任用“财政赤字货币化”一言以蔽之。总之，“主权信用货币制度”是货币制度历史上一次伟大的发明，适应了世界经济过去几十年来发展的需要，但在新的经济周期（低增长、低利率、低通胀）下，仍然面临着新的挑战，需要根据现实问题不断找到更好的解决方案。

第四，“主权信用货币制度”必须遵守货币发行纪律。在“主权信用货币制度”下，财政发行的国债要区别两种情况，形成两种发行方式。一种是为了财政赤字融资，一种是为满足国民经济增长的需要而发行基础货币。这两种行为要严格进行区别，以避免出现财政赤字货币化的情况。具体来说，在经济困难时候政府需要透支，财政部可以发行国债，但凡属于平衡财政赤字的国债的发行必须由人大审议批准，并且指定只能在二级市场发行，由企事业单位、商业银行、社会群体购买，央行绝不发行基础货币购买这类国债。这样做，货币总量上是平衡的，不会出现货币超发的情况。而在经济发展过程中，中国人民银行可以根据各经济部门合理的货币需求、GDP的增长比例，确定基础货币需要增发的总量，经人大批准，由财政部发行相应的国债，由央行来购买。这种方式发出的货币是经济发展的成果，可以视为铸币税的盈余收入。财政部获得这部分收入后，可以用于民生支出等领域。总之，“主权信用货币制度”在实践中要对发行国债的目的、程序进行严格管控。

（三）未来“主权信用货币制度”也需要进一步改革

央行专家对于“主权信用货币制度”的三点反对意见主要从我国体制、机制方面出发，并没有触及主权信用货币制度的内生缺陷。实际上，信用货币制度最大的问题在于锚的不清晰、不稳定，缺乏刚性。

从现实来看，无论是美元、欧元还是日元，在过去的几十年间，都相继调整以“通货膨胀率”为锚，并对通货膨胀进行了较为严格的控制。正是主要储备货币国家对通货膨胀的严格控制，限制了其对主权

信用的滥用，美元作为世界最主要储备货币，其货币发行也就有了自律性控制。弗里德曼认为，一国的货币发行量应当与人均经济增长速度相适应，这样，经济增长率就等于潜在经济增长率，既不会发生通货膨胀也不会发生通货紧缩。在这个规则作用下，货币发行量受到内在约束，主权信用作为货币之锚有了内部保障。1979年美国通货膨胀率高达13%，美联储随之推行了高利率政策，虽然导致了大萧条以来最严重的经济衰退，但通货膨胀得到有效控制。

以主权信用为锚摆脱了布雷顿森林体系下以黄金为锚的内在窠臼，适应了经济增长需求。并且在通货膨胀率的约束下，无论是主要储备货币国家还是其他国家，都不能滥用主权信用。可以说，这种锚体系维护了世界经济的平稳运行，偶尔的主权信用滥用和局部货币危机不会动摇它的根本。

然而，随着时间推移，这种锚机制赖以生存的环境发生了很大变化。随着世界经济陷入长周期下的衰退底部，引起需求大幅萎缩，主权信用货币政策以“通货膨胀率”为锚，相继大幅扩张基础货币供应，最终结果很可能是全球货币发行量的失控。

此外，之所以主权信用为锚的货币在过去的量化宽松政策下并没有引起物价水平的太大变化，是因为这部分超发的货币最终流向了投资品，如股市、房市之中，引起了价格和投资总量的升高。换言之，主权信用货币制度没有问题，但主权信用仅仅以通货膨胀率为锚出现了问题，原因是通货膨胀率是以消费品价格衡量的，没有包括投资品价格，当加入投资品价格以后，全球物价水平实际上已经超出通货膨胀率很多倍。

三
面向未来的人民币发行之锚构想

本文所说的“面向未来”，也可以视为重构人民币发行之锚的“局限条件”。它们共同构成改革人民币发行制度，即重构人民币发行之锚的改革动因、现实依归、约束条件和目标归宿。

（一）“面向未来”的具体内涵

1．货币发行制度要与我国国际地位相匹配

改革开放以来，我国经济和社会发展取得了举世瞩目的成就，主要经济社会指标占世界的比重持续提高，居世界的位次不断前移，国际地位和国际影响力显著提升。我国经济总量已位居世界第二，占全球GDP的16%，对世界经济的年贡献率28%；我国对外贸易和进出口贸易总额已经位居第一，对世界新增贸易量贡献超过30%；对外直接投资跃居世界第二；拥有全球门类最齐全的工业体系。

但与之形成鲜明对比的是，我国人民币在世界货币中的地位仍然不高。目前人民币发挥的货币储备功能依然有限。当前人民币在SDR中的占比为10.92%，远低于美元和欧元占比。人民币储备规模占标明币种构成外汇储备总额不足2%，而美元占全球储备货币的60%以上。过去十年间人民币国际储备货币地位虽然上升显著，但存量占比依然偏低。人民币的国际货币职能及其影响力仍然较为有限，其国际使用程度与美元、欧元尚存在较大的距离，与中国是全球第二大经济体、第一大出口国和新兴对外投资国的经济金融地位相比也不匹配。

2．中美摩擦争端向金融领域延伸，货币以美元为锚风险较高

一年多来，中美贸易摩擦不断出现反复、波折，有证据显示中美摩擦正在延伸到金融领域。2019年8月初美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。彭博新闻报道美国正在讨论通过将中国公司从美国证券交易所摘牌、限制美国人通过政府养老基金投资中国市场、限制中国公司纳入美国公司编撰的指数等方式制约美国资本流入中国。尽管美国政府随后进行了辟谣，但却预示着中美摩擦下一步极有可能向金融领域延伸，这将进一步扩大中美摩擦对中美经济乃至世界经济的破坏性影响。不仅如此，未来美国还可能通过下调信用评级、限制直接投资等手段限制资金进入我国市场，通过SWIFT对部分中资金融机构进行制裁、干预我国人民币汇率等手段来对我国实施所谓的金融制裁。一旦美国对中国开展金融制裁，在当下缺乏独立自主的货币政策局面

下，我国将陷入极为被动的境地。

3．中国由出口导向型战略向内需增长型战略转变的必然要求

总的来说，2008年国际金融危机后特别是中美摩擦持续升级背景下呈现的新的世界经济环境和贸易格局，其核心就是过去那种“中国生产—美欧消费”的世界经济大循环难以为继。我国通过产业链廉价劳动力和资源密集型商品来维持贸易持续大额顺差的局面已变得不太现实。我国必须通过科技创新推动产业转型升级，向产业链中高端爬升，实现高质量发展，并在此过程中凭借我国巨大的市场实现从“出口大国”向“进口大国”的转变。正是因为如此，党的十八大以后我国提出了以供给侧结构性改革为主线，深化改革、扩大开放、加快产业转型升级，并辅之以促进消费、提振内需、扩大进口、加大科技自主研发、加强环保督查等配套措施。所以，我国长期坚持的以“汇兑本位制”来保障出口外向型战略顺利实施的必要性也大大降低。

（二）面向未来的人民币之锚

在构想未来人民币发行制度的时候，我们要进一步取长补短，既不能坚持过去以外汇占款发行货币这样一种无法适应今日发展要求的货币制度，也不能陷入西方国家货币锚失控导致的财政赤字货币化的困境。为此，在实施主权信用货币制度的同时，我们也要为其选择一个稳定的锚。根据过去几十年的经验结合未来数字化时代的新变化、新趋势，货币锚的确定原则可以形成三套锚体系，即宏观锚、微观锚、数字锚。

1．宏观锚

未来如果要推行主权信用货币制度，以国债为基础发行货币，必须设定四个刚性的限制条件。

一是根据信用货币制度长久以来的实践经验，货币发行最可靠的锚是根据GDP增长率加上通货膨胀率，再加上一个平减系数，来确定

基础货币合理增速。央行根据这个锚发行货币来购买财政发行的国债。

二是凡是因为财政透支而发行的国债，必须在二级市场上发行，不能由央行发行基础货币来购买这类国债。任何时候都不能把财政赤字货币化，把印刷货币作为工具来满足政府透支的需求。

三是国债余额与GDP的比值不超过70%。在主权信用货币制度下，国债有两个来源，一是政府在二级市场发行的国债，主要用于补充政府赤字；二是由于经济增长，央行为发行基础货币而购买的国债。最合理的状态是政府赤字产生的由二级市场投资者购买的国债余额不超过GDP的40%，央行历年累计购买的国债不超过GDP的30%，两者合计不超过70%。要坚定一个原则，在任何经济危机时期，国债余额不超过GDP的100%。因为国债余额一旦超过GDP，意味着现在债务余额还本付息的总额将接近或超过年度税收收入，国家开支会进入危机状态，货币的信用就会丢失。

四是任何时候都不能实施零利率或负利率政策。零利率或负利率政策是在传统货币宽松政策框架之外，进一步刺激投资与民众消费增长的货币政策武器。但从欧洲部分国家、日本的实践效果来看，试图通过零利率或负利率刺激民众扩大消费、企业扩产增加投资的举措基本失败，经济面临的通缩风险与增长停滞窘境并没有改善。零利率或负利率政策主要有以下几方面负面影响：一是零利率或负利率损害了银行的盈利能力，导致银行惜贷情绪增加。二是零利率或负利率使得大量资金不愿意参与短期融资市场，导致市场流动性匮乏，实体经济更难获得信贷支持。三是负利率使得国债收益率下降，影响国债配置热情，不利于人民币国际化与金融市场对外开放进程。我国经济长期稳定向好的局面没有改变，央行目前仍然拥有充裕的货币宽松政策工具，既可以通过降准、公开市场操作、MLF投放等数量型货币工具，又可以采取继续调降LPR或基准存贷款利率等价格型政策工具刺激经济平稳增长，根本无须考虑零利率及负利率政策选项。

在上述四个刚性原则的限制下，我们还应考虑到主权信用货币之锚不仅仅和GDP增长率、通货膨胀率有关，和国债发行方式、国债余额大小有关，在现代社会中，还与资本市场、房地产市场有关。主权

货币在发行的过程中，也要考虑其他三个参考因素。

第一，股票市场的总市值与GDP的比值。从海外资本市场发展来看，国民经济证券化率达到100%是资本市场成熟的标志。目前我国股票市场的总市值与GDP比值大概在60%，还远未达到100%程度，说明资本市场还有较大的发展空间。要进一步加大对资本市场的支持力度，引导资金流入股票市场，促进股权融资的发展。此外，一旦股票总市值超过GDP的150%，意味着股市泡沫化，就要引导资金从股市中流出。从过去几十年的发展来看，美国股市总市值与GDP比值大致在100%—150%之内，超过150%之后，美国股市往往会崩盘。

第二，非银行企业的债务余额与GDP比值。当前我国非银行企业债务约为GDP的160%，这是非常不平衡的。企业债务太高，往往负担较重，导致企业更注重短期财务表现而忽视了长远战略投入，这对于提高我国企业的综合竞争力是不利的。比较健康的模式是非银行企业债务最好不要超过GDP，与GDP比值大体在1：1左右。未来需要进一步加强资本市场建设，将以间接融资为主的企业负债模式转变成股权、债权相对均衡的直接、间接融资相结合的方式。

第三，房地产总市值与GDP的比值。与其他国家对比来看，目前我国房地产总市值与GDP的比值偏高，过去几年最高时甚至达到400%。2008年金融危机前后，美国住房市值与GDP比例最高为169%，日本为216%，德国为207%，英国为269%，法国为362%。20世纪90年代日本房地产泡沫破灭前，住房市值与GDP比例一度高达391%。过去二十年来，我国房地产总市值大幅增长，实际上是货币引起的资产价格上涨。综合来看，房地产总市值与GDP合理的比值大体在2：1，绝对不能超过3：1。我国未来要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的政策定位，通过货币调控的方式引导资金脱虚向实，降低房地产这类虚拟经济在国民经济中的占比。

上述三方面的参考因素实际上是针对国民经济的一种调控方式，即未来央行进行货币发行时，在坚持四个刚性原则下，不仅仅要考虑外汇占款、经济增长、通货膨胀等因素，还要将上述三方面因素纳入货币发行的考量中去，进行货币发行量、货币发行方式、货币利率的综合调控。

2．微观锚

货币锚的重要目标之一是保持物价的稳定。从这个角度来看，未来我国货币制度的改革方向可以是以“一篮子物品的市场成交指数”作为“货币锚”的货币发行制度。

对于为何要选择以“一篮子物品的市场成交指数”作为人民币发行的“锚”，其实张五常先生早就进行了研究和阐述，在此将选择一篮子物品为锚的方法摘录如下。

（1）选取30—100种物品，最好依照中国人民在衣、食、住、行这几方面的大概比例进行分配，不需要精确。需要精确的是每种物品的质量以及其能随时在市场上查询的公允市价，因此物品要在期货市场及批发市场选择。

（2）确定篮子内总的物品数量及每种物品的量，选好后固定不变。有必要时也可以更换物品、调整物品的量，但必须事先明确改变的条件和程序。

（3）央行选出一个人民币的整数，比如5000元，固定这5000元在指定的不同市场可以购买多少一篮子物品，把这5000元化作指数，比如100。这个指数可以调整，比如一年内容许这篮子的物价上升5%，就是容许上限5250元购买这篮子物品。指数达到105%，就是通胀；反过来指数达到98%，则是通缩。每年上限5%、下限2%是适当的上下限选择。

（4）不调整指数，则整个篮子的总价不变。篮子内的每种物品的量也不变，但物品与物品之间的相对价格是自由变动的，由市场决定。央行只稳守上述的一篮子物价指数。

（5）央行不需要有物品的存货，不需要负责物品的交收。任何人需要购买这篮子物品，可以在指定的市场自行购买。

（6）人民币对所有外币的汇率完全自由浮动。央行只守住一篮子物品的物价指数，见有压力下降（即人民币有升值压力），就发行人民币。见该篮子的物价指数有上升压力（即人民币有贬值压力），则以外汇储备或其他办法把人民币收回。是放是收，主要是调整人民

币的发行量。

3．数字锚

在数字化时代，核心的生产资料不仅仅是石油、煤炭，这些能源未来可以被可持续能源——太阳能、风能、电能所取代，核心的生产资料变成了大数据、计算设备、技术人员等一系列数字生产核心要素所组成的综合体，以及在这个综合体之上形成的计算能力、存储能力、通讯能力等数字化能力。数字化能力强的国家，可以进一步提高社会的生产效率，提高经济发展水平，并在与其他国家的竞争中脱颖而出。因此可以认为，未来数字货币大规模发行后，可以锚定数字化时代的核心生产要素——在数据、计算设备、技术人员等基础上形成的计算能力、存储能力、通讯能力等数字化能力。可以将上述整合形成一个数字化指数，将数字货币锚定这个指数，通过对全球或国家、地区的数字化指数进行测度，来确定数字货币的发放量。数字化生产要素，不仅是全人类当前需要且未来持续需要的，而且本身蕴含价值，可以通过区块链分布式、可追溯、不可篡改等特性进行发行，无需国家信用担保，可以说是未来数字化社会中最合适的货币锚定物。

四
货币制度调整过程中的制度安排与转轨方式

因此，假如未来从“汇兑本位制”过渡到“主权信用货币制度”，也需要循序渐进，平滑中性地过渡，避免引起较大的经济波动。这可以从以下四个方向进行推进。

（一）修改人民币发行基础法律制度

主权信用货币背景下，人民币是由国债做锚的。中央银行为了发行基础货币，需要购买财政部发行的国债，但中央银行不能购买财政部为了弥补财政亏空发行的国债。《中华人民共和国中国人民银行法》规定，中国人民银行不得直接认购、包销国债和其他政府债券。

这意味着中国人民银行不能以政府的债权作为抵押发行货币，只能参与国债二级市场的交易而不能参与国债一级市场的发行，央行直接购买国债来发行基础货币的方式就被法律禁止了。因此，建立以国债为基础的人民币发行制度，必须对相关法律法规进行修改。

（二）回收商业银行的外汇占款

未来采用“主权信用货币制度”后，外汇占款在基础货币中的占比将会逐步缩小。如果要顺应这一进程，可以对商业银行现存的外汇占款进行回收。对此，可以参考日本政府的做法进行过渡。日本政府持有的外汇储备，由大藏省发行国债，日本央行购买国债来回收。这个过程中，基础货币可以一部分由外汇占款构成，另一部分是国债形成的基础货币。大藏省发放特别国债收购的外汇，所有权划归大藏省。同时，大藏省将这一部分外汇委托央行来运行，就形成了大藏省跟央行共管的发行体系。

我国同样可以采用这种方式，将外汇占款纳入财政部发放国债的整个体系里，对外汇占款部分采用财政发放特别国债的方法进行置换。以循序渐进的方式，通过5至8年的时间平稳地把3万亿美元划归财政部，然后将外汇的所有权归属于财政部，由央行继续管理运行。这样就形成外汇储备由财政部所有、央行托管、双方共同合作的发行方式。

（三）国债管理由赤字管理过渡到余额管理

我国过去几十年对国债的管理采用的是赤字管理办法。国债的余额里包含着多年的财政透支赤字，也包含着多年的基础货币发行所带来的债务。未来供给的基础货币，也将堆积在国债的余额里面。由财政通过国债来发行货币后，国债的管理办法要从赤字管理向余额管理转变。

余额制最大的特点在于一年一年地累计。凡是一年内债务结账的周转，都不计算在余额里。而且对于央行来说，将人民币发行基础定

为国债，央行的资产负债表中的基础货币结构就可能产生70%—80%的主权货币。同时，央行可以拿基础货币购买社会上企业的债券、商业银行的债券和黄金等。

此外，余额制可以将中央债务和地方债务一起管控，在债务计算方面也更加清晰明确。我国现在的整个的债务里面，在人大归属的、审核的地方政府的债务余额是18万亿元，中央政府是15万亿元，加在一起30多万亿元。而财政通过吞吐债券来形成货币发出或者收紧的过程中，可以对整体债务进行调控。因此，完全可以把地方政府里面清晰透明的债务也纳入整个的政府债务的余额制里面。一方面，让地方政府的债务阳光、透明、规范；另外一方面，也可以增加债务的吞吐体量，提高财政政策的实施力度和强度。

（四）逐步扩大央行的管理范围

现行的货币发行制度下，央行是商业银行的央行。央行货币吞吐的对象是商业银行，再由商业银行跟企业结汇形成外汇，外汇占款由央行发行基础货币进行回购，央行又通过存款准备金率将释放的基础货币进行回收，整个货币的进出基本都局限在商业银行的圈子内，央行对资本市场的好坏基本上是不闻不问的。

所以，借由我国货币发行制度的改变，央行应该重新进行定位。央行不应该只是商业银行的央行，更应该是整个金融系统的央行。一方面当通过国债系统来发行货币，央行去收购国债的时候，市场主体应该是整个资本市场。而活跃的资本市场才会有大量的资金去购买国债。另一方面央行出售的国债不能让财政部来回收，而是要由企业和社会资金进行回收。而这同样需要繁荣景气的资本市场。货币发行制度一旦转换，央行要把资本市场当作很重要的基础性的市场，就要开始考虑资本市场的利益。当然，对商业银行利益的考虑也要更加均衡。

此外，央行在管理基础货币发行是宽松还是紧缩的时候，不能只考虑商业银行的表内资产，还需要关注商业银行的表外业务、资金池业务，要把这些系统的利息和资金量都纳入货币政策管理中去。因

此，央行的管理，要从过去服务单一式的主体商业银行，扩大为对等服务资本市场跟商业银行，甚至重点服务资本市场；要从只关注商业银行的表内资产，扩大为商业银行的表内、表外资产，甚至将互联网金融等网络金融支付系统也纳入监管范围。

综上所述，在纵向和横向比较了几种货币发行制度的利弊，以及分析了当前我国货币制度改革面临的新的“局限条件”之后，可以得出结论：未来我国货币制度的改革方向应该是当前大国普遍实施的主权信用货币制度。但由于主权信用货币制度锚的不稳定性，在实施主权信用货币制度时，要制定一个可靠的锚并严格执行。从宏观上看，主要以GDP增速加通货膨胀率为锚，严格避免财政赤字货币化，国债余额占GDP的比例不超过70%，绝不实施零利率甚至负利率政策；在货币发行的过程中，可以将股票市值、非银企业债务、房地产总市值与GDP比例作为参考因素。从微观上看，可以以一篮子物品的市场成交指数作为锚，以遏制通货膨胀；更进一步地，进入数字化时代，可以以数字化生产指数为锚，以适应新时代的需求。总之，未来我国的货币政策要与我国的GDP在全世界的占比，我国的影响力，我国的数字化实力相匹配。

在当前“百年未有之大变局”中，只要我们重新找好人民币发行之“锚”，并守好这个“锚”，那么任外间风吹浪打，人民币皆可闲庭信步。而且，只要人民币守好了这个“锚”，一旦美元债务崩盘导致美元信用丧失，人民币必定能迅速成为重要的国际货币，在国际货币体系中拥有与美元并驾齐驱的地位，未来与大国经济实力相匹配的大国货币将真正得以实现。

答 / 学 / 生 / 问

提问1：

黄老师您好，我是经济学院的博士生，您刚才讲的货币供给政策改革，我理解的里面非常重要的一点，就是说可以在之后形成我们独立的货币政策。我们知道，有一个不可能三角，就是独立货币政策跟浮动汇率制，还有资本自由流动，因为您讲的独立货币政策是讲这种改革的优点、优势。我想请问，我们如果在形成这样一个政策之后，有没有哪些风险或者哪些问题需要我们去避免的？比如说刚才我提到的不可能三角，我们现在应对这个问题有些办法，您认为如果实施了这个大的改革，那么该如何应对它？比如说我们是把我们的汇率，真正实现一个浮动呢，还是说我们现在的资本流动会受到一些限制？您怎么看这个问题？

黄奇帆教授：

这个不可能三角，的确是货币市场或者全球金融系统，已经被反复论证的一个定理，大家都认账，是客观存在的。那么对中国来说，作为世界第二大经济体、第一大进出口贸易国、第二大投资国，总而言之，在这样的一个大国里，独立货币政策在不可能三角里面的两个坐标上肯定必须坚守。

如果是固定汇率，那么资本是不可能正常流动的，所以我们现在说在独立货币政策下，汇率大体固定，尽管我们也在说浮动什么，但总的不是自由地大起大落的，我们的资金，当然也不能大进大出。如果在独立的货币政策下，到了人民币跟美元、跟全世界货币可以自由兑换的时候，我们的汇率，将会是完全由市场自己去平衡。它也同样符合不可能三角。我们取了自由兑换和独立货币政策。

我们眼下来说，独立货币政策，汇率大体固定，这个固定是

一种市场本身的波动，在一揽子汇率里面，形成了一个大体平衡。这个时候，就表现出人民币跟美元资本项下是不能自由兑换的。

现在的汇率稳定是在人民币和美元国内国外不能自由兑换下的一个平衡。这个平衡也不是有意去调节的，因为本身不能自由兑换，本身就形成了它自己的一种市场常态的平衡。所以你不能说，我们在调控、操纵汇率。因为资本项下不能自由兑换是我们的基本制度。在这个角度，你说的这个三角就是这么一个关系。

我自己认为，上次我做报告也讲到过，我们的市场是王牌，产业链是王中王，我们的金融不具有进攻性，是个盾牌。现在金融的盾牌里面，很重要的保护自己的一点是我们资本项下不能自由兑换。在这个意义来讲，我认为，在今后5年到10年的时间里，中国不可能在资本项下走向自由兑换。这是中国经济和金融稳定的重要盾牌。我上次课堂讲课时说到，美国2015年法案里面规定，如果美国财政部宣布了哪个国家是汇率操纵国，他们法案里写着十条对付这个操纵国的手段，其中有一条，就是要倒逼这个国家货币自由兑换。除此之外还有九条。一是不让这个国家的企业到美国上市，已经在美国上市的企业退市；二是降低这个国家和企业的3A级的评级信用；三是再也不和这个国家做贸易，已经在做的也互相断裂；四是美国的银行、保险不再和这个国家发生融资贷款；五是冻结这个国家的一些资产，包括政府的、企业的、个人的资产；六是对这个国家的企业，找出理由说你违规，实施巨额罚款；七是SWIFT切断，不让你参与全球清算；八是美国会促使这个国家里许多个人或者企业通过比特币市场把它的外汇、资产转移出去，就是破坏你的生态；九是美国政府方方面面和这个国家正在推进的贸易谈判、协议谈判及各种合作谈判都停下来。这十条内容，法案都有写，那个法案有200页，如果你们调出来看，是看得到的。

这两天，我们国家跟美国贸易谈判，很重要的一个成效，就是双方宣布，就汇率问题、知识产权问题、生态环保问题和劳动保护问题取得了共识。这个取得共识，就意味着8月3日，美国财

政部长努姆钦宣布中国是汇率操纵国这件事取消了。现在至少美国政府不再把你当作是汇率操纵国了。意思就是2015年的法案里面的措施对中国是不会实施的。

我在这里讲美国金融战的内容，就是让大家明白，从美国来说，就是希望你现在资本项下能够放开自由兑换，一旦自由兑换，美国就可以“剪羊毛”，汇率一会儿上升、一会儿下降，这个过程就对你的汇率系统、资金系统，带来抽水机一样的重大的冲击。从这个角度，你说的三角的概念里面，我们恰恰是要慎重对待汇率自由兑换这件事情，至少在三五年里，是不会往自由兑换方向走的，特别是在打贸易战、汇率战期间。当然人民币最终要走向世界，成为国际货币。而成为国际货币的前提当然是自由兑换货币，那个时候中国独立货币政策不变，资本项下实现货币自由兑换，这个三角形里这两条边就沾上了，汇率在自由兑换过程中上还是下，也就由市场来决定了，自己不再去控制，也不再是要固定或者要管制的事情了。

提问2：

黄老师您好，我的问题是，我国的法定存款准备金率比美国高不少，但是国际金融危机之后，美国的超额存款准备金率比我国高不少。我国的法定加超额比美国并没有高多少。您怎么看这一点，以及这两者加起来，对商业银行成本和实体融资成本的影响？

黄奇帆教授：

美国正常的商业银行法定存款准备金根据机构存款额而不同，总的来看法定存款准备金率平均2%左右，超额存款准备金目前已经降到10%，总存款准备金率12%左右。而中国存款准备金率和美国大致相同，但结构恰恰相反，中国加权平均的法定存款准备金率是11%，超额存款准备金率只有1%左右。

美国经过Q1、Q2、Q3后，美联储印钞买债所释出的资金回到美国银行手里之后，多数又辗转以超额准备金的形式存在美联

储。而我国法定存款率虽然从20%多降低到11%左右，但仍然高于大部分国家。从目前来讲，过高的法定存款准备金其负面效应越来越明显。一方面，经济下行压力加大，经济对流动性的需求越来越旺盛；另外，中国对外贸易的格局已经发生重大转变，双顺差格局不再，外汇占款前几年持续流出，这需要央行持续地向市场投放流动性，目前央行主要实行的是通过公开市场逆回购投放货币，其他还有再贷款再贴现，但这些方式有很大弊端。比如目前主要实行的MLF投放流动性工具，主要是投给了大中型银行，小型银行要通过中间环节才能得到流动性，这直接加重了中小企业融资难、融资贵的问题。这个政策还有一个问题是，随着这几年央行的频繁操作，存量已经非常庞大，流动性期限都在1年以下，商业银行不仅要付利息，还要准备频繁还钱，导致流动性整体短期化，高波动性，商业银行的流动性政策的可预见性较差，加大了市场利率和金融市场的波动。

提问3：

黄老师您好，我想问一下，就是您刚刚提到的，央行在研究数字货币，如果说央行的数字货币要以税收国家信用为基础的话，那它和我们现在的电子货币相比，有什么改进之处吗？以后央行如果真的发行了数字货币，会对我们现在的货币政策传导有什么样的改进和影响？

黄奇帆教授：

第一，央行的数字货币是一种法币的概念，是M0，一种替代纸币的主权货币。现在大家在用的所谓的电子货币不是基础货币，只是一个电子钱包，是一个工具。就像二十年前就有的信用卡。我们现在老百姓手中，有时候钱包拿出来五张十张各种各样的借记卡，当然最终我们现在用得最多、最方便的是手机支付，所有这些电子货币只是在帮助大家交易，在清算支付的时候，带来方便、安全、简单。

第二，电子钱包是一种支付工具，你用100元的人民币现金支付，还是电子钱包支付，是一种支付的概念。它不是直接替代货币的概念。你之所以能够支付，是因为你的支付后面绑着一张银行卡，有存款放在那里，所以你的手机可以很方便地作为一个支付工具。

在支付工具范围，有的人说，我们应该消灭纸币，全部变成电子支付，这件事是违法的。因为老百姓用纸币来支付，还是用手机来支付，有选择权的问题。你不能强制地说把纸币这个东西取消了。

第三，如果都变成了电子货币，万一某一天因为地震而停电、因为电厂出问题而停电，所有的支付不能支付了，结果大家买东西、吃东西都有问题。所以从安全的角度讲，这个货币系统，是老百姓愿买愿卖、自己选择的结果。同时作为国家而言，实际上是不可以整体上变成网络支付100%覆盖的，覆盖以后，把纸币给灭了是不可以、不安全的。

当央行以后研究完，发出数字货币的时候，我自己认为，有个双层框架。即第一层是中国人民银行先把数字货币兑换给银行或其他运营机构，第二层是这些机构将数字货币兑换给公众。央行的数字货币作为基础货币发出来以后，它不是直接发到老百姓流通的系统，而是在央行到银行、各种机构之间，进行大面额的数字货币之间的流动，不会直接把这个数字货币跟老百姓的手机系统直接连通。需要先隔一层，这个隔一层运行个三年、五年，运行得比较科学、稳当以后，数字货币再直接地跟电子支付结合。一旦数字货币直接出现，没有纸币的概念，可能要分这两个层次、双层构架逐渐推开。

提问4：

黄老师您好，我不大懂金融，所以问的问题您别见笑。您的题目讲金融供给侧结构性改革，主要讲基础货币供给，我听下来，如果说您这个想法付诸实施，中国的金融系统要有非常大的改变，会影响整

个金融系统，一个是央行、一个是财政部，它们两个的功能、职能，可能会有一些转化。这是第一点。第二点，中国现在的金融系统，主要还是以商业银行为主，资本市场相对来讲比较小。不像美国，美国资本市场非常发达，特别是债券市场，还有股票市场。中国债券市场比较小，上海股票市场也就是好像将近3000点。如果说按照您这个方案进行改革的话，我看，中国的商业银行系统会受到非常强大的冲击。我是这么看的，不知道对不对？

黄奇帆教授：

第一，商业银行所谓的冲击是指什么而言？比如说2019年年底我国的M2达200万亿元，商业银行有近300万亿元的资产，130万亿元的贷款。但是它在过去20年，从18万亿元，就是2000年的时候18万亿元，现在变成130万亿元。这样一个涨七八倍的过程，这种高增长现象，在今后的20年不可能再出现了。这就是我们不能只在商业银行一棵树上吊死、一树独大的一个原因。我们中国的金融系统，现在间接融资占比超过80%，以后可能间接融资与直接融资比重60%对40%，或者50%对50%，形成间接金融与直接金融相对均衡的发展。这方面，本来就是发展的方向，逐渐调整的方向。

第二，财政与中国人民银行之间，也没有太大变化。本来财政就是管国家税收、国家财政支出的，也管发国债的。在以国债为锚，实施主权货币制度的国家财政，除了发在二级市场交易的赤字类国债之外，就是提供央行为经济发展发行基础货币时所需要购买的国债。不管是日本、英国、美国，或者欧盟，都是如此。在这个意义上讲，财政管这个是实至名归，而且它的性质也没发生什么变化，本来就是做这个事的。央行本来就是对基础货币印发、存款准备金、各种各样的杠杆、利率等进行管理的机构。还是管这些，只是把过去10年外汇顺差到了几万亿元，最后带出来的外汇占款的这个系统，作为一个特殊的发展中的过程，给调整过来了。

总的来说，这如刚刚所说，是中性、平衡、平滑的过渡。当

然我现在说的内容没有任何说法已经是国家的决策了，这只是理论讨论，主要是分析问题，研究改革的思路。

提问5：

黄老师您好，您刚刚讲到基础货币发行一系列改革的积极影响，我比较好奇的是，如果我们去推行这个方案的话，会遇到一些什么样的阻力？

黄奇帆教授：

至少有三件事，是要琢磨的。第一，改革开放以来，我们20年前通过的《中华人民共和国中国人民银行法》是不允许中国人民银行去帮财政买债的。那时候的基础是什么？是认为，财政发债都是透支，它不是在发货币，而是在欠账。财政如果透支，是社会上的企业、老百姓出钱来平衡财政，因为是老百姓和企业把钱借给财政，财政去平衡，以后财政赚了钱，再还你。如果央行印了货币去投资呢？那就变成赤字管理上用印货币去补赤字，那这件事当时的《中华人民共和国中国人民银行法》是不允许的。但如果你的基础改过来了，这个余额是债务的余额，是跟发货币有关。那么就是余额管理，央行买这个余额、发货币是全世界主流国家都这么做的，从这个角度，首先要把法改一改，要统一认识以后，把这个改了，否则就是违法做事，而改革要符合法规。这算一件事。

第二，当然这个过程中，这边财政发债，去收购现有的外汇储备，这个外汇储备，有3万亿美元，即20多万亿元人民币，在央行这边，你把它回购过去的这个过程，是3年回购、5年回购还是1年回购，这个里面的策略，是要很仔细地研究的，要实现平滑过渡。

第三，这件事本身，还涉及管这个事的人的机制。现在比如说，这3万亿美元是外管局管，他们一个人管了10亿美元，那么3万亿美元差不多就是3000人。以后这部分钱让财政这边管，财政

有没有这些人？当然国家的意志可以把外管局的人划到财政，但这中间会出现人员上的各种各样的问题，这也会比较难。当然，任何事情只要国家一旦决策了，都是可以操作的。我们现在是讨论战略性的问题、思路的合理性。真到操作的时候，另当别论，又要研究一些各种各样的事。

资本市场

中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点
在复旦大学“改革开放再出发 ——第4届复旦首席经济学家论坛”上的演讲

2018年10月20日

摘要：资本市场是中国改革开放40年的伟大成果之一，为国民经济健康发展发挥着六种重要的功能性作用。中国资本市场再出发，就是要围绕中国资本市场晴雨表功能、投入产出功能、资源优化配置功能“三个功能不足”的短板问题采取措施、深化改革、加以解决。总之，要通过对资本市场有关基础性、机制性制度的改革和调整，扭转股票市场长期资金供应不足、机构投资者供应不足的问题，加快上市公司运行中的机制性、规范性制度建设，强化证券公司资本中介功能以及建立健全注册制和退市制度，解决市场预期导向不合理的状况，让股权资本回归应有的市场地位，让为实体经济服务的资本市场成为金融发展的主导力量。为此，要从长期的、经济的、法律的、制度性的措施而不是短期的、行政的措施进行深化改革，要从体制机制性的角度进行突破，从基本面特性、基础性制度的角度进行一些纵深的研究，要从开放的角度把国际成熟市场中一些有效运行的基础性制度引进我们的市场中。

大家好！今天很高兴参加复旦大学举办的中国改革开放40周年再出发的论坛。我今天讲的主题是深化资本市场基础性制度改革的若干思考和建议。

中国改革开放40年，一个非常重要的伟大成果，就是产生了资本市场。1990年建立了上海证券交易所，经过了28年的发展，我们国家的资本市场从无到有、从小到大，到去年年底市场规模位居世界第

二。回想一下中国资本市场1990年起步的原始场景，就可以知道我们的资本市场发展是多么的不容易。比如，原始起步的时候什么公司可以上市？最初是像发粮票一样有额度限制的，每年上海有几个、浙江有几个、江苏有几个，地方政府往往不是让好企业上市，而是把最困难的企业放在前面，给你一个指标去融资来解决困难。再如，老百姓怎么买股票？最初上市发行用了认购证。大家还记得1992年上海当时发了200多万张股票认购证，每张认购证30元。深圳在1992年8月份也发了这样的证。又如，怎么进行交易？尽管有证券交易所，交易行情也有，但是当时证券公司在各个城市还没有分布各种门市部，那怎么交易？上海市政府把上海文化广场拿出来做交易场所。文化广场是一个万人大会场，当时把会场中的长条椅子全部拿掉，放上100个电视机，形成100个摊，老百姓围在那里买股票，人山人海，像在菜市场一样。再如，上市的股票怎么交易呢？是采用存量不动、增量交易的方式。假如一个企业本来有10亿股，发行2亿股，存量的10亿股不能交易，只有2亿股新发行的可以交易。直到2006年，国家实行了股权分置改革，让上市公司股票全流通，才解决了这个问题。总而言之，中国资本市场起步的时候，和两百年前美国人梧桐树下摊贩式市场交易是差不多的，我们不能因为现在的高大上，忘记了原本，就忘记当初是怎么走过来的。

28年来，中国资本市场对国民经济发展起到了非常重要的功能，表现在六个方面。一是推动了国民经济健康发展。资本市场既是中国经济前进的动力，也是企业腾飞的翅膀。二是健全了现代企业制度，完善法人治理结构。三是促进了资源优化配置，推动了经济结构、产业结构高质量、有效益地发展。四是健全了以资本市场为基础的现代金融体系，形成直接金融和间接金融相结合的金融体系。五是增加了全社会投资者的理财投资渠道，终将使改革开放、经济发展的成果通过资本市场惠及老百姓。六是成为社会主义市场经济的重要组成部分，为社会主义公有制探索了高质量、有效益的实现形式。

当然，我们都知道，中国资本市场目前还存在不少需要改进的地方，毕竟这20多年来我们面对一个新生的初级市场、一个新兴加转轨的市场，面对着许多客观存在的体制性问题又无法一下子解决的困

难，存在这样那样的问题，总体上是很正常的。

深入分析当下资本市场存在的各种各样的问题，如果把它归纳一下，我认为最主要的问题表现在“三个弱化”。一是国民经济晴雨表功能的弱化。比如，21世纪以来的18年，中国GDP从2000年的十几万亿元增长到现在的80多万亿元，规模翻了三番，增长了8倍，基本上每五六年翻一番，但是资本市场的上证指数2000年时是2000多点，现在还是2000多点，几乎没变化。如果从2008年的时点算起，那一年上证指数从6000多点跌到2000多点，现在差不多也是2000多点，而2008年以来的中国经济十年差不多翻了两番。中国资本市场晴雨表的功能弱化，显然有机制、体制性的毛病。二是投入产出功能的弱化。分析中国的工业，最近几年的营业额利润率基本上在6%左右。利润占营业收入的6%，净资本回报率平均达到10%左右，这个用市盈率匡算中国工业PE估值是10倍左右。这说明我国经济在供给侧结构性改革的推动下稳中向好，效益在不断地提升。但是，我们的资本市场目前的总市盈率是20倍左右，如果去除市盈率只有五六倍的银行等金融机构，我们的资本市场市盈率几乎在50倍上下，投资回报效益非常的低，这说明资本市场的体制机制有问题。一个长期缺少投资回报的市场，一个只想圈钱、融资的市场，最后的结果是融资也融不成。想想近十年，IPO发行闸门多次开开关关，经常为人诟病，以至于内地资本市场一年的发行量不如香港的资本市场，根本原因就在于投资价值低、回报效益差，导致发行一阵，再停发、再发行、再停发，周而复始。三是资源优化配置功能的弱化。不管是科技独角兽企业的成长，还是创新企业的驱动，我们资本市场的成功案例并不多见，资源配置优化功能弱化了。有这三个问题长期存在对资本市场是不利的。改革开放40年，中国资本市场再出发，怎么再出发？就是要围绕问题导向、用改革开放措施来解决问题再出发。

从这个意义上说，中国资本市场再出发，就是要围绕中国资本市场晴雨表功能、投入产出功能、资源优化配置功能“三个弱化”的问题采取措施、深化改革、加以解决，就是要从长期的、经济的、法律的、制度性措施而不是短期的、行政的措施进行深化改革，要从体制机制性的角度进行突破，从基本面特性、基础性制度的角度进行一些

纵深的研究，要从开放的角度把国际成熟市场中一些有效运行的基础性制度引进到我们的市场中。总之，要通过对资本市场有关基础性、机制性制度的改革和调整，扭转股票市场长期资金供应不足、机构投资者供应不足和市场悲观预期的状况，让股权资本回归应有的市场地位，让为实体经济服务的资本市场成为金融发展的主导力量。为此，可以提出六方面的思考和建议。

第一，建立健全的退市制度。退市制度和注册制是对立统一的一个问题的两个方面，是资本市场的基础性、基干性的制度。企业上市那是注册制的概念，上市之后退出市场那是退市制度的要求。从成熟市场的经验看，每年上市和退市股票大体平衡，上市公司数量总体平衡。美国纽约证券交易所在30年前资本市场就有3000多个上市公司，30年过去了，每年新上市二三百个，现在还是3000多个上市公司，原因就在于市场有进有退，年年优胜劣汰、吐故纳新。退市的企业一般有三种情况：一是企业效益低下，营销收入无法满足投资者胃口，股价低于1美元的最低限值而自动依规退市；二是重新私有化；三是财务造假、产品造假以及企业行为危害公共安全、触及刑法的，由监管者勒令退市。三者比例大体是5：3：2。可见，除对造假公司实施强行退市制度外，更重要的是建立自然而然的批量退市制度。由于我国退市制度不健全，每年上市数量远远高于退市数量，导致市场规模不断扩大，垃圾上市公司也越来越多，股市投资重点分散，易跌难涨，新股发行稍有提速市场就会跌跌不休，这也是晴雨表功能丧失的根本原因。因此，加大退市制度改革势在必行。

第二，以企业年金（补充养老保险）和个人商业保险基金作为资本市场机构投资的源头活水和长期投资的基础。我们经常说中国资本市场缺少长期资金，缺少企业的机构投资者，是短期资金市场、炒作市场。这个问题光说没有用，它不是一个认识问题，而是一个如何从机制体制上拿出长期资金来，拿出投资机构的体系来的问题。实际上就是两种资金，这两种资金到位了，长期资金就有了，长期投资也有了。第一是企业的年金，第二是每个老百姓为自己家庭保险、商业保险投入商业公司的资金。这是中国版的“401K”社会保障计划，大力推进必将在健全全社会养老保障体系的同时，为股市、为经济集聚巨额

的长期资本，为私募基金等机构投资者带来巨额的LP资金。

美国从20世纪30年代发展至今，已经形成基本社会养老金（通过政府收入安排）、401K补充养老计划（企业雇主和雇员共同支付）以及个人在商业保险公司储蓄养老账户（每年最高5000美元的免税存款）三大养老保障制度，其中401K补充养老计划是一个非常重要的支柱。2017年，三项养老制度存续金额分别为4.5万亿美元、8.5万亿美元和4.9万亿美元，总计17.9万亿美元，几近于美国一年的GDP，其中401K独占近半份额。这么大的规模，主要得益于其投资灵活度远高于社保基金，2009年美国股市最低迷的时候，401K投资账户的41%配置到股票基金，9%直接配置到股票，45%配置到股债平衡型或偏债型基金，只有5%配置到货币基金。可见，401K养老计划天生和股市的命运紧密相连。我国企业年金相当于是中国版“401K”补充养老金计划，但运行十余年效果不太理想，2016年总规模刚达到1.1万亿元，尚不足GDP的2%，且90%的企业年金来自大型企业。增加企业年金特别是增加中小企业年金，有着巨大的潜力空间。建议企业年金由企业缴纳的部分税前列支减免企业所得税，个人缴纳的部分免缴个人所得税，以此撬动几十倍于免税额度的企业年金，由企业委托成熟的机构投资者，形成相当部分的长期股权资本进入股市。

另外，构建老百姓愿意购买个人商业保险的良性机制，改变我国商业保险业高成本低收益现状，推动商业保险业健康发展。2017年，我国保险业资产规模近14万亿元，约为GDP总量的15%。总体上看，规模不大，比重偏低，还有很大的发展潜力。我国个人商业保险发展不快、投资收益率不高，主要原因是缺乏国际上普遍采用的税前购买一定额度的各类保险，这部分金额可免个人所得税。由于缺少激励措施，保险推销成本很高，为收获一笔保费，保险公司一般要支付业务员20%的费用，再加上房租、水电、业务管理成本和较高的理赔成本，弱化了保险公司盈利能力。为提高保险吸引力，提高投资收益，建议家庭购买保险可免征个人所得税。现在，国家已允许企事业单位员工每年可有2400元的健康险税前购买额度，但险种过窄，力度过小，口子可以再大一些。比如，可以包括投资、养老、财产等更多险种，允许高收入人群分级，收入越高，购买险种越多，免税购买金额

越高。另外，2018年4月，财政部、国税总局等5部委联合发布通知，“个人税收递延型商业养老保险”从5月起开始在上海、江苏、福建试点，居民购买这一险种的钱可以税前抵扣。但总体看，这个推进力度、试点范围都太小。

第三，加强上市公司运行中的机制性规范性制度建设。上市公司运行中，有三种制度建设要支持鼓励，也有三种行为要约束制止。

要支持鼓励的方面如下。一是去除制度障碍，鼓励上市公司回购并注销本公司股票。这是发达国家上市公司激励投资者信心最常规的手段。很多人认为，美国加息、缩表会导致股市暴跌，但这并没发生，其原因就是上市公司大量回购并注销股票。统计显示，2018年以来，仅纳斯达克上市公司回购并注销股票数额就接近6000亿美元。当下，我国不少上市公司股价跌破净资产，这不仅暴露了主权资本价格控制权可能旁落的风险，而且推高了我国以资产价值计算的企业债务率、杠杆率。理论上，股价破净是最适宜上市公司回购并注销股票的时候，它会使股票价值提升，有利于所有股东。但由于我国《公司法》限制股票注销，股价低迷时，我国上市公司一般“有回购、无注销”，其他投资者对上市公司回购也有低买高卖的顾虑，削弱了回购股票的激励作用。正因如此，建议取消《公司法》关于限制股票注销的有关规定，破除制度障碍。二是支持和鼓励上市公司通过并购重组做优做大做强，并建立监管部门对收购兼并、资源重组的审核批准快车道，提高审核效率。过往的政策对上市公司重组并购往往限制过多、审核过严，像审核IPO那样在审核并购重组项目。我认为可以将注册制的审核理念首先用于并购重组项目，只要不造假，可由监管部门备案、交易所直接审核。三是建立上市公司愿意分红、国内外机构投资者愿意更多更久持有我国股票的税收机制。我国资本市场有一个“铁公鸡”现象，就是上市公司很少分红，有的公司甚至十多年、二十年没分过红。只圈钱融资、不分红回报这种现象的长期存在，正是中国资本市场投资功能弱化的根本原因。因此，应明确上市公司每年分不同情况实行40%、50%、60%的分红制度，并推出相应鼓励措施对上市公司现金分红这部分利润税前列支，以激励上市公司现金分红，重新恢复国内投资者对股市的信心。

要约束制止的方面如下。一是遏制大股东高位套现、减持股份的行为。在我国，大股东高位套现减持早已被我国股市散户投资者深恶痛绝，但目前屡禁不止，很有必要从制度上彻底解决。实际上，现在大股东增持股份一般都会提前披露，但减持基本是在事后才披露。对此类情况，证监会或交易所应出台规定，前十大股东减持股份必须提前一周公开披露信息，广而告之用多长时间、减持多少股份、资金用途是什么、未来什么情况下还会继续减持，特别要警惕大股东对企业丧失信心、内心考虑放弃企业、高位套现、卷款而走的行为，如有触犯刑律的必须予以惩处。同时对大股东减持形成的利润，应严格执行20%利得税的规定。这样，就能有效约束大股东高位减持股份的操作，有利于维护股市稳定和中小投资者合法权益。

二是要防范大股东大比例股权质押，顺周期高杠杆融资发展、逆周期股市跌破平仓线、踩踏平仓造成股市震荡的问题。如果说2015年股市短时期内暴跌30%多是因为市场中场外资金杠杆配资，一旦股市下跌破位，形成踩踏性平仓，那么最近三个月的股市骤然下行则是与上市公司股东大比例股权质押、破位平仓、叠加性踩踏有关。事实上，上市企业的股权资本金是上市企业借债融资的质押物、资产负债率的信用基础。大股东将自己的股权大比例质押，质押借的钱不是用于上市公司而是用于别的地方，事实上也是一种“一女二嫁”、二次质押。这种情况从制度上就应予约束。近几个月暴露出我国上市公司大股东居然有几万亿元的股权质押处在平仓踩踏线上，一方面是大量的股东股权易手令人咋舌，另一方面是质押制度的漏洞之大令人深思。

三是一些上市公司长期停牌、随意停牌，这也是不可忽视的问题。

第四，取消股票交易印花税。印花税是个古老的税种，当年是因为纸质股票交易过户需要交易所或其他代表国家信用的机构对所交易的纸质股票实施“贴花背书”，即私人交易行为占用了公共资源，需要缴纳一定的费用。但随着交易自动化时代到来，印花税存在的必要性受到了严重质疑。市场普遍认为，套差交易者购买或卖空股票后，股票价差必须完全覆盖成本而且产生盈利才会实施反向交易，这无形中放大了股市波动，弱化了股票定价准确性。在发达国家，所有市场参

与者都非常在意股票定价是否准确。他们认为，定价越准确，说明市场越有效，股市波动风险越小，越有利于投融资双方的合理利益。正是基于这样的逻辑，20世纪90年代以来，美国、日本、欧盟先后取消了印花税，目前全世界主要股票交易所中只有印度和中国大陆还在征收，对中国开放市场、参与全球股权投资资本竞争十分不利。建议取消印花税，以降低交易成本，激励资本市场增强活力、健康发展。

第五，赋予证券公司客户保证金管理权，提高其金融地位，使之真正成为资本市场健康发展的中坚力量，同时设立国家平准基金替换现在具有平准基金功能的证金公司。证券公司是资本市场的中坚力量，它既是企业上市的中介，也是日常运行的监督力量；既是股民投资上市公司的重要通道，又是资本市场机构投资者的重要代表。

英美混业经营的结果基本已使投资银行和商业银行失去界限，投资银行占据了金融主导地位。即使是在德日等以间接融资为主的国家，其顶级银行同样是野村证券、德意志银行等拥有国际地位的投资银行。反观我国，这十几年来，培育出一批在世界500强中名列前茅的银行、保险公司，但却没能培育出一家具有国际竞争力的证券公司，很重要的原因在于早期为防止客户保证金被证券公司营业部挪用，规定客户保证金三方托管，不归证券公司管理，使得证券公司只是简单的中介，而非真正的金融机构。

事实上，这十多年来，各大证券公司早已把分散在证券营业部交易通道的资金管理权全部上收到总公司集中管理和监控，而中国证券登记结算公司也完全有能力对每天发生的所有证券交易动态进行实时监控和记录，这样的市场机制已经排除了发生客户保证金被证券营业部挪用的可能，所以现在已经有条件把客户保证金交还给证券公司，这是国际惯例，也是证券公司不断壮大的基础。银行和保险机构之所以可以成为强大的金融机构，很重要一点就是因为手中掌握并管理存款或投保客户资金。证券公司拥有客户保证金的管理权，可以扩大证券公司吸引客户的能力，国内重要机构投资人一般会通过证券投资基金管理公司进行证券投资，而现在证券公司由于无权管理客户资金，对投资客户而言基本就是交易通道的提供者，已经失去为客户提供深度服务的能力，服务越来越同质化，大小难辨，优劣难辨，不利于培

育我国自己的、具有国际竞争实力的投资银行。特别是在金融扩大开放的背景下，我国自己的投资客户势必渐渐变成外国投资银行的客户，对中国主权资本定价将构成不利后果，也为资本市场开放带来了巨大的风险。

除证券公司之外，平准基金也是资本市场平稳运行的重要工具，是市场短时间发生大幅度下跌时防御冲击型危机的撒手锏。我国已有汇金、证金两家平准基金，总规模不足2万亿元，尤其是证金公司担子很重，而且资金来源多为商业借贷，每年仅还银行贷款利息就达约800亿元，成本很高，这使得公司平准行为扭曲，不得不从事低吸高抛的操作，这就违反了平准基金“不与民争利”的基本运行规则。为此，建议国家设立“中国成分股指数”平准基金，替代证金公司。平准基金可以直通央行，以央行货币发行权支撑平准基金运营的资金来源，也可以通过财政发行特别国债，额度可根据实际需要由中央确定。这样，一则可以大幅降低资金成本，消除低吸高抛的不合理运行；二则可对恶意力量起到最大、最有效的震慑作用。一旦股市出现危机，一是可以鼓励上市公司特别是国有控股公司回购注销股票，二是养老金与企业年金可以入市吸筹，三是平准基金可以托底护盘。平准基金盈利怎么处置呢？一般来说，平准基金在股价严重低估时进入，估值合理时退出，国际上基本没有平准赔本的先例。退出后，盈利既可以按年划归社保基金，也可以借鉴香港盈富基金的做法，打折公开发售给民众。

第六，建立中国系统重要性股票监测制度并以其为成分股，重新设立“中国成分股指数”。这种股指类似标普500，道琼斯30种工业股指数，可以取代甚至取消上证综合指数。现在，国际国内评价我国股市一般是以上证综合指数作为依据，存在很大问题。从发达国家的股票市场看，非常活跃、一般活跃和不活跃股票基本各占三分之一，而成分股指数只代表最活跃的部分，美国股市大涨实际指的仅仅是道琼斯30种工业股指数从6000点涨到24000点，根本不是全部美国股票加权平均之后的综合指数。上证综指之所以是全部股票的加权平均指数，是因为20世纪90年代初期上海证券市场全部上市公司数量只有几十个，搞指数自然将其全部包括其中。二十多年来，上市公司数量已

从几十个增加到4000个左右，自然没必要也不应该再搞全部在内的综合指数，而应适时推出成分股指数。通过构建“中国成分股指数”，一是可以引导市场资金流向活跃的股票，确保国家主权资本定价的准确；二是成分股指数可以突出国家对经济结构调整的意志，有利于引导有限的资本资源流向符合产业政策的上市公司，加快产业结构调整；三是股市只需适度增量资金推动就可以实现上涨，对整体股市起到带动作用，节约资本资源；四是整体市场只有一部分股票活跃，而不活跃的那部分股票将使整体市场平均换手率大大降低，并接近国际一般水平，彻底改变国外投资者认为中国股市投机过度的印象。这件事可以一步到位，因为成分股一年调整一次，现在快速推进，未来一步一步走向成熟即可。

以上六个方面，涉及资本市场中上市公司的优胜劣汰制度、长期资本的制度性来源、上市公司的规范资本运作、股票交易印花税问题、资本市场稳定运行的中坚力量，以及资本市场预期管理的指数形成机制，体现了新时代金融高质量发展要求，结合了金融市场有效治理原则，不是大水漫灌救市，而是四两拨千斤；不是短期刺激，而是长效机制；不是照抄照搬，而是有益借鉴；不是市场原教旨主义，而是实事求是地发挥市场配置资源的决定性作用和更好地发挥政府作用。特别高兴的是，10月19日刘鹤副总理对中国股市发表了很重要的讲话，“一行两会”领导也有重要的讲话，将在稳定市场、基本制度改革、长期资金来源等方面推出更多举措。我相信，改革开放40年，中国经济、中国改革开放再出发，中国股市的春天会来的。

关于我国资本市场基础性制度改革的若干思考

2019年3月12日

摘要：资本市场对我国经济、社会发展起到十分重要的作用。当前，我国资本市场存在九个方面的问题：（1）总量小；（2）交易所竞争力不够；（3）市场分割；（4）发行机制不健全，注册制不到位；（5）退市制度不健全；（6）上市公司整体质量和治理水平有待提高；（7）证券公司综合实力、竞争力较弱；（8）投资者结构不合理；（9）法律体系和法律制度建设需要加强。要围绕资本市场的这些短板问题，深化改革，就是要围绕中国资本市场晴雨表功能、投入产出功能、资源优化配置功能“三个功能不足”的问题采取措施、深化改革、加以解决。总之，要通过对资本市场有关基础性、机制性制度的改革和调整，扭转股票市场长期资金供应不足、机构投资者供应不足的问题，加快上市公司运行中的机制性、规范性制度建设，强化证券公司资本中介功能以及建立健全注册制和退市制度，改变市场预期导向不合理的状况，让股权资本回归应有的市场地位，让为实体经济服务的资本市场成为金融发展的主导力量。为此，要从长期的、经济的、法律的、制度性的措施，而不是短期的、行政的措施进行深化改革，要从体制机制性的角度进行突破，从基本面特性、基础性制度的角度进行一些纵深的研究，要从开放的角度把国际成熟市场中一些有效运行的基础性制度引进到我们的市场中。因此，可以提出我国资本市场基础性制度改革的九点建议：（1）关于科创板的建议；（2）建立健全的注册制度和退市制度；（3）以企业年金（补充养老保险）和个人商业保险基金作为资本市场机构投资的源头活水和长期投资的基础；（4）关于机构投资者的建议；（5）解决证券公司资本中介功能缺失问

题；（6）加强上市公司运行中的机制性规范性制度建设；（7）取消股票交易印花税；（8）设立国家平准基金替换现在具有平准基金功能的证金公司；（9）建立中国系统重要性股票监测制度并以其为成分股，重新设立“中国成分股指数”。

今天演讲的主题是“关于我国资本市场基础性制度改革的若干思考”。

2018年10月20日，在复旦大学“改革开放再出发——第4届复旦首席经济学家论坛”，由厉以宁教授还有其他的几位学者一起参加的论坛上，我讲了这个题目。因为是论坛，只能提纲挈领地讲二十几分钟，我就跟张军教授商量把这个论坛中的题目展开，今天我讲的内容会花两个小时多一点，留一点时间大家讨论。

一
中国资本市场回顾

党的十一届三中全会恢复了实事求是的思想路线，摈弃了以阶级斗争为纲的政治路线，确定了以经济建设为中心、坚持四项基本原则、坚持改革开放的基本路线，由人治转为法治，由计划经济转为社会主义市场经济。经过40年的改革开放，中国社会和经济发生了翻天覆地的变化。在这些变化中，一个重中之重的变化就是中国资本市场从无到有、从小到大，到今天已然成为世界第二大规模的资本市场。

中国的资本市场，20世纪90年代初在改革开放总设计师邓小平同志的倡导和推动下，于1990年12月成立上交所、1991年5月成立深交所时起步。29年来，采用了摸着石头过河的方式，先探索试点，再规范发展（认购证、文化广场作交易大厅）；先重点突破，再整体推进；企业流通股权实行先增量后存量，先股权分置再实施全流通；IPO上市先搞审核制，等条件成熟后再搞注册制；管理上先政府规章再法制化覆盖。

29年来，面对一个新生的初级市场，一个新兴加转轨的市场，面对着各种客观存在的体制性问题不可能一下子消除的局面，法律的制

定和健全完善也有一个过程，不可能一蹴而就地实现。我国政府坚持实事求是的思想方针，既不搞洋教条，把西方成熟市场规则照搬照套，也不搞摊贩市场式的误打误撞，既有问题导向，切实解决问题的政策措施，又有目标导向的顶层设计、系统配套。想想近十年IPO发行闸门多次开开关关，经常为人诟病，这其中包含着管理层多少兼顾改革、发展、稳定的理性判断，以及尊重现实的无奈。当然，我们的资本市场也遇上过经验不足的失误，比如2015年因高杠杆配资管控不到位引发股市泡沫的教训和2016年初熔断机制实施带来断闸停摆的教训。

中国资本市场尽管有这些坎坷，还是克服了各种困难，有了长足的发展。想想西方成熟市场已经有了200多年的历史，其中有70多年大起大落、制度混乱、作奸犯科盛行的情况，我们20多年遇上的这些问题、困难，真不算什么大问题，都是发展中的问题，成长中的困难，都得到了稳妥的化解。现在，资本市场规模逐步壮大了，法制建设逐步到位了，信息披露逐步规范了，监管体系逐步健全了，国际化合作体系逐步成熟了。

总之，29年的中国资本市场坚持了社会主义市场化方向、法制化需求、公开化制度、国际化导向。29年来，在党中央的领导下，我国资本市场在探索中前进，在改革中创新，在总结教训中积累经验、改进管理方法，走出了一条符合市场规律和中国国情的发展道路。每想到此，我们这些改革开放的过来人，不由得心潮起伏、倍感振奋。

二
资本市场对中国经济和社会发展具有六方面的重要功能

中国资本市场对中国经济发展的重要性，是不言而喻的。我们一般说资本市场对一个国家的经济有六个方面的重要功能。

第一，极大地推动了国民经济健康发展。到2017年，中国资本市场总市值接近50万亿元，上市公司总营业额超过100万亿元，利润3万多亿元，包括上市公司债务在内的总资产约100万亿元，在中国经

济总量中占有半壁江山。资本市场的发展不仅推动了经济持续发展，并且大大提升了经济总量和企业规模。可以毫不夸张地说，资本市场既是中国经济的前进动力，也是企业腾飞的翅膀。

第二，实现了资源优化配置。资本市场能推动经济结构、产业结构高质量、有效益地发展，独角兽制度、风险资本投资机制能极大地促进企业科技创新，以资本市场的逐利特性、用脚投票的资源配置机制，极大地促进了供给侧结构性改革。对经济体系而言，这是一个非常有力的资源优化配置的过程。

第三，完善了法人治理结构，推动企业实施现代企业制度。现有的国企、民企，一旦成了上市公司，既受到证券公司、会计事务所、律所训导，又受到交易所、证监部门监管，理念上、行为上会发生根本性变化，成为有激励有约束的理性行为法人，不仅会增强股东意识、公司治理概念，而且通过强制性信息透明原则倒逼上市公司管理层成为讲真话、不讲假话的行为人。

第四，健全了现代金融体系。传统金融体系是指以商业银行为基础的金融体系，现代金融体系是指以资本市场为基础的金融体系，不仅仅具有媒介资金供求关系的机制，而且还具有能够实现资源优化配置、分散风险和分享财富成长三大功能的机制。资本市场发展好了，能改善国民经济的宏观杠杆率过高的问题，降低全社会融资中过高的债务比重，把储蓄转化为投资、债权转化为股权，还能有效地消除中小企业融资难、民间融资不规范、非法集资、金融欺诈等问题。

第五，让老百姓增加了致富途径，将改革开放、经济发展的成果惠及老百姓。资本市场加快了社会财富特别是金融资产的增长，以前中国人主要靠增量来增加家庭财富，现在可以用存量来增加财富。国际资本市场的经验表明，如果从50年到100年的时间跨度来看，股票、房地产、国债、黄金四方面的投资收益最高的首先是股票，第二是房产，第三是债券，最后是黄金。总之，资本市场提供了与经济增长相匹配的财富成长机制，建立了一种人人可以参与的财富分享机制。

第六，为社会主义公有制探索了高质量有效益的实现形式。马克

思、恩格斯在100多年前就深刻地指出，股份制和股份合作制是一种社会主义公有制的实现形式。党的十八届三中全会提出国企改革方向是混合所有制，也是要求国企转制为股份制、股份有限公司。而上市公司恰恰是最规范、最典型的股份公司。作为公众公司，上市公司理所当然是社会主义公有制的一种最佳的实现形式。

2月22日，习近平总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时指出："要深化金融供给侧结构性改革""要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度"。资本市场这样的发展，有助于解决好我们国家金融为企业，特别是为中小企业、民营企业、制造业实体经济服务的这么一个问题。

通过资本市场健康化、规范化、制度化建设，避免一些系统化的金融危机。中央把资本市场建设放到很重要的地位。事实上，资本市场发展得好，将是我们供给侧结构性改革重要的一方面。金融供给侧结构性改革，很重要一块就是要把资本市场搞好。

三
中国资本市场存在的九个方面问题，表现出的"三个功能"缺失

过去29年中，资本市场上述六种功能已经在国民经济中逐步体现出来，今后二三十年必将更深刻地显现出来。当然，中国资本市场目前还存在着不少需要改进的地方，概括起来大体有九个方面。一是总量还小，国民经济证券化率不到50%，还有巨大成长空间。二是交易所竞争力不够，交易品种和数量还不丰富，商品期货和衍生品市场有待发展，债券市场发展滞后。三是市场分割，比如A股、B股、香港红筹、H股，债券分为银行间中票和交易所债券，这些市场分割降低了资本市场的有效性。四是发行机制不健全，注册制还没到位。五是退市制度不健全，目前总体上还只有说法，还没有真正到位。六是上市公司整体质量和治理水平有待提高。七是证券公司综合实力、竞争力较弱，主要靠经纪业务支撑，直接投资、并购顾问能力不高，证券公司行业集中度太低。在成熟市场，前10位的证券公司一般能占到全行

业业务量的60%甚至75%，我们现在不到30%。八是投资者结构不合理，散户投资者多、机构投资者少，保险资金、养老金投资规模小，PE发展不规范，运作模式、风险管理、资金来源和托管方式都有问题。九是发展和监管的法律体系和法律制度建设需要加强。

由于上述九个方面问题，集中起来在资本市场上反映出“三个功能弱化”。一是国民经济晴雨表功能的弱化。二是投入产出功能的弱化。三是资源优化配置功能的弱化。我国资本市场存在的这九个短板问题和三大功能弱化问题，不是一般的管理问题、干部工作失责的问题，而是体制机制的问题，是基础性、结构性的问题。这些问题如果不从根本上解决，长期存在对资本市场发展是不利的。改革开放40年，中国资本市场再出发，怎么再出发？就是要围绕问题导向、用改革开放措施来解决问题再出发。

四
我国资本市场基础性制度改革的思考

中国资本市场再出发，就是要围绕中国资本市场晴雨表功能、投入产出功能、资源优化配置功能“三个弱化”的问题采取措施、深化改革、加以解决，就是要从长期的、经济的、法律的、制度性的措施而不是短期的、行政的措施进行深化改革，要从体制机制性的角度进行突破，从基本面特性、基础性制度的角度进行一些纵深的研究，要从开放的角度把国际成熟市场中一些有效运行的基础性制度引进到我们的市场中。总之，要通过对资本市场有关基础性、机制性制度的改革和调整，扭转股票市场长期资金供应不足、机构投资者供应不足和市场悲观预期的状况，让股权资本回归应有的市场地位，让为实体经济服务的资本市场成为金融发展的主导力量。对此，我有九个方面的建议。

第一，关于科创板。注册制、退市制在科创板里率先使用。但我认为，这不是科创板的本质特征，这是为中国股市做改革试验。存量太大了，存量里面几百个企业退市，惊心动魄，许多企业退市，股民也不适应，上市公司也不适应，债权人、债务人都不适应，所以需要

有一个过程。就像我们当年先搞的经济特区。经济特区里的营商环境能够引进外资、引起各种各样的民营、国有企业在这里面以经济特区的体制、机制来运行。运行一段时间以后再辐射到国内其他地区，也就是增量先搞一块；成熟、有经验了，存量里面一起配，增量带动存量，这是40年改革开放的一种办法。科创板有注册制、退市制，是同步建设的内容。这个内容属于科创板这个增量，探索了一段时间以后，可以转移，移植到存量A股市场。科创板的本质的定义是为了推动科技创新、创新驱动，是为资源优化配置，让科学技术成为我们的第一生产力。在这个意义上，科创板有两个基础性制度，跟A股市场是不同的。

科创类企业、创新类企业刚起步，不像传统、成熟的制造业，三年利润，稳稳当当，一年比一年高。创新类的企业可能第一年没效益，甚至还亏损；第二年小亏，第三年刚刚盈利，还没稳定。这个时候，让它有三年、五年的利润，稳定的报表，像常规的A股企业一样上市的标准则太高，会遏制创新类企业的发展。那么从这个意义上讲，我们创新类企业，在1到100的阶段，科学成果产业化、转化、孵化的阶段，实际上是风投和PE投资的项目。他们投资以后，当然希望A轮、B轮投资，希望到股市上市。但我们股市不开方便之门，使得那么多的私募基金、公募基金根本不热衷于投资创新企业，因为投了以后，要上市很难。如果不能上市，不能退出，它的周期搞成5年、10年、20年，那么他们不如去投资房地产，这也与机制不到位有关。谈到创新门槛降低，只要是公正、公开、如实地披露创新成果的历程，股民们、投资者看了你的报告，愿意投，那就各得其所。

凡是创新的企业，我们说有三类创新，第一类是无中生有，基础原理发明0到1的阶段，一般是科学家、大专院校、科研院所专家干的活。第二类是1到100，把科研成果产业化，这又是一个阶段。第三个阶段，已经变成100的一个产品，要通过大规模的投资，转化为100万，甚至1000万，涨1万倍、10万倍，真正变成全世界的、国家级的生产力，这个时候就要通过上市公司、资本市场，以及各种私募基金、产业资本往里面投。这个投的过程，就有一个股权问题。因为在0到1的时候，一般没有什么股权。就是专家根据企业、单位、政府投

资，研发出来专利，它可以获得股权，是知识产权。1到100的阶段，转化的人，也是有知识产权的，这种知识产权，刚刚转化出来，可能就只有几百万元、几千万元。哪怕评估一下值几亿元，那也没有真正的价值产生，是评估产生的。哪怕几亿元，一旦变成了一个几百亿元产值的企业体系的时候，各种股民的投资、社会的投资，战略产业资本的投资，可能有几十亿元、上百亿元。在这种股权下，原始发明人、研究发明转化的人，或者科创企业经营者，他们原始的股权、知识产权，可能就是只值几亿元，被外来投资者几十亿元、几百亿元投资一稀释，便只剩下1%、5%、10%的股权，这个时候按照正常的资本逻辑，这些外来投资者就成为50%、80%、90%的老板，既然是老板，你10%原来的科创企业经营者就得帮外来投资者打工，甚至可能会被扫地出门。所谓VIE的构架是两权分离，大股东股权你可以掌握80%、90%，但我们只有5%、10%股权的这批经营者，这个龙头企业、这个科创企业的创始人队伍，我们这些只有10%股权的创业者、经营管理者，仍然拥有决策权，拥有一票否决制，这就形成所有权与经营决策权的两权分离。实际上VIE这种两权分离跟承包制是一样的道理，土地是国家的、是集体所有的，70年交给农民农户，你自己去支配。所以VIE的构架，两权分离和降低门槛，是使创新类企业得以发展的关键所在。

我们中国资本市场29年来，没有产生太多的独角兽，甚至没有出现一两个亮眼的独角兽。亮眼一点的独角兽都跑到国外去了，当年阿里巴巴要上市，肯定不符合A股市场的要求。阿里巴巴要搞VIE构架，一上市人家几十亿元、几百亿元进来把它否了。它的VIE构架香港当时说不可以，不能够让制度迁就几个企业，为了几个企业上市，就改变了香港资本市场制度，就把它否了。现在吸取了教训，去年资本市场VIE结构都放开了。我们现在都放开了，相信从香港到上海到深圳，三大资本市场，今后十年是会培养出一批独角兽的。否则我们的独角兽总是等到它到海外，已经变成了恐龙，再欢迎它回归，让中国股民买，那不是举杠铃吗？那不是钱多、人傻，帮人家解套吗？我们一定要在0到1的地方，高度重视原始创新。然后，一定要高度重视1到100以后，已经有了明确科学原理和产业成果的、已经孵化出生产力的，但需要有巨额资本把这个独特技术给发扬光大，也就是100到

100万的阶段，着力地进行推动。所谓中国的创新驱动抓两头，一抓原始创新，二抓100到100万的独角兽培养。这样的话，中国科技创新会展现新的局面。

第二，建立健全的注册制和退市制。注册制和退市制是对立统一的一个问题的两个方面，是资本市场的基础性、基干性的制度。企业上市那是注册制的概念，上市之后退出市场那是退市制度的要求。从成熟市场的经验看，每年上市和退市股票大体平衡，上市公司数量总体平衡。美国纽约证券交易所在30年前就有3000多个上市公司，30年过去了，每年新上市二三百个，现在还是3000来个上市公司。原因就在于市场有进有退，年年优胜劣汰、吐故纳新。美国退市的企业一般有三种情况：一是企业效益低下，营业收入无法满足投资者胃口，股价低于1美元的最低限值而自动依规退市；二是重新私有化；三是财务造假、产品造假以及企业行为危害公共安全、触及刑法的，由监管者勒令退市。三者比例大体是5：3：2。可见，除对造假公司实施强行退市制度外，更重要的是建立自然而然的批量退市制度。由于我国退市制度不健全，每年上市数量远远高于退市数量，导致市场规模不断扩大，垃圾上市公司也越来越多，股市投资重点分散，易跌难涨，新股发行稍有提速市场就会跌跌不休，这也是晴雨表功能丧失的根本原因。因此，加大退市制度改革势在必行。

第三，以企业年金（补充养老保险）和个人商业保险基金作为资本市场机构投资的源头活水和长期投资的基础。我们经常说中国资本市场缺少长期资金，缺少企业的机构投资者，是短期资金市场，是炒作市场。这个问题光说没有用，它不是一个认识问题，而是一个如何从机制体制上拿出长期资金来，拿出投资机构的体系来的问题。实际上就是两种资金，这两种资金到位了，长期资金就有了，长期投资也有了。第一是企业的年金，第二是每个老百姓为自己家庭保险、商业保险投入商业公司的资金。这是中国版的“401K”社会保障计划，大力推进必将在健全全社会养老保障体系的同时，为股市、为经济集聚巨额的长期资本，为私募基金等机构投资者带来巨额的LP资金。

美国从20世纪30年代发展至今，已经形成基本社会养老金（通过政府收入安排）、401K补充养老计划（企业雇主和雇员共同支付）以

及个人在商业保险公司储蓄养老账户（每年最高5000美元的免税存款）三大养老保障制度，其中401K补充养老计划是一个非常重要的支柱。2017年，三项养老制度存续金额分别为4.5万亿美元、8.5万亿美元和4.9万亿美元，总计17.9万亿美元，几近于美国一年的GDP，其中401K独占近半份额。这么大的规模，主要得益于其投资灵活度远高于社保基金，2009年美国股市最低迷的时候，401K投资账户的41%配置到股票基金，9%直接配置到股票，45%配置到股债平衡型或偏债型基金，只有5%配置到货币基金。可见，401K养老计划天生和股市的命运紧密相连。我国企业年金相当于是中国版“401K”补充养老金计划，但运行10余年效果不太理想，2016年总规模刚达到1.1万亿元，尚不足GDP的2%，且90%的企业年金来自大型企业。之所以如此，主要原因有三个。一是法制刚性不到位。中国的五险一金都是全国人大立法通过的，而年金只是劳动保障部的一个文件，一个部门规章，缺少法制的权威。二是企业缴金负担太重。我国的养老、医疗、住房公积金以及工伤、生育、失业保险总体缴金率已达工资基数的55%，这已经比许多国家都高了。若再加上12%的年金，缴金率达到67%，那企业就无法活了。三是年金优惠程度不够，缺少像美国401K补充养老计划那样的激励政策。增加企业年金特别是增加中小企业年金，有着巨大的潜力空间。建议企业年金由企业缴纳的部分税前列支减免企业所得税，个人缴纳的部分免缴个人所得税，以此撬动几倍于免税额度的企业年金，由企业委托成熟的机构投资者，形成相当部分的长期股权资本进入股市。

另外，构建老百姓愿意购买个人商业保险的良性机制，改变我国商业保险业高成本低收益现状，推动商业保险业健康发展。2017年，我国保险业资产规模近14万亿元，约为GDP总量的15%。从总体上看，规模不大，比重偏低，还有很大的发展潜力。我国个人商业保险发展不快、投资收益率不高，主要原因是缺乏国际上普遍采用的税前购买一定额度的各类保险，这部分金额可免个人所得税。由于缺少激励措施，保险推销成本很高，为收获一笔保费，保险公司一般要支付业务员20%的费用，再加上房租、水电、业务管理成本和较高的理赔成本，弱化了保险公司盈利能力。为提高保险吸引力，提高投资收益，建议家庭购买保险可免征个人所得税。现在，国家已允许企事业

单位员工每年可有2400元的健康险税前购买额度，但险种过窄，力度过小，口子可以再大一些。比如，可以包括投资、养老、财产等更多险种，允许高收入人群分级，收入越高，购买险种越多，免税购买金额越高。另一方面，2018年4月，财政部、国税总局等5部委联合发布通知，“个人税收递延型商业养老保险”从5月起开始在上海、江苏、福建试点，居民购买这一险种的钱可以税前抵扣。但总体看，这个推进力度、试点范围都太小。

第四，关于机构投资者。中国资本市场这20多年来一直被诟病的一个问题就是“散户市”“炒作市”问题。由于缺少机构投资者的力量，其结果表现为市场投资散户化。数据显示，中国股民约有1.9亿户，他们所持有的股票在40多万亿元的市值里虽然只占25%，但每年中国股市交易量的80%来自这些散户。造成中国股市散户化的根本原因是资本市场的长期资本不到位，机构投资者不到位。这是我国资本市场的一个长期存在的结构性问题。日常生活中，拿了几十万元、几百万元的中小企业，他们可能也拿资金在炒股票，他们并不是机构投资者，他们仍然是散户，他们也就是拿了几十万元、几百万元，拿了点钱做股票，行为跟散户是一样的。所谓机构投资者定义为专业从事股权股票买卖的机构，一般包括公募基金、私募基金，或者其他的机构，如对冲基金或者其他的主权基金等。

讲机构投资者，首先要讲公募基金，全国现在有一百多家，它们募集了13万亿元人民币的资金，2017年年底这13万亿元中，7万亿元买了货币基金，货币基金近似等于存款。说白了，在这儿10个学金融的学生就能操作这7万亿元，一样操作。跟700人、7000人操作是同一回事，反正就买货币基金，视作存款，可以大批量买入。百分之二点几、百分之三点几的利息，买了就是，这件事不用动脑筋。几十万人的一个体系，就干这个活。还有6万亿元中的4万亿元买债券。债券当然也很稳当，现金流进进出出，流动性也很好，利息比货币基金高一点点，但基本上也可以不动脑筋的。最后13万亿元里只有2万亿元进了股市。大家知道，公募基金一百多个单位，一个单位大的基金几千人，小的基金几百人，一百多个单位十几万人，他们的年薪，一般独立法人的董事长、总经理收入都在500万元以上。高管们基本上都

在200万元到500万元。一般的员工，大学生进去，在里面混着的就是几十万元，拿了那么多的钱，干的活就这么一点，投入产出率很低。责任、规则、对象怎么导向不清不楚。这是公募基金。

第二个是私募基金，私募基金我们有两万多个。到2018年年底募集了12万亿元的钱。同样的道理，12万亿元里面私募基金有两类。一类是股权投资基金，它往往是在企业还没上市时给予股权投资，企业一上市过了锁定周期就退出了。另一类就是所谓的证券类基金。就是私募基金中用于二级市场买卖股票证券类的基金，共有5万亿元，5万亿元里面有3万亿元，同样在买债券和货币基金，2万亿元在股市里。

中国25万亿元的公募、私募基金，百分之十几也就是4万亿元在股市里。去年年底结账，这4万亿元，由于去年股票都跌，变成3万多亿元。总而言之，这样一个基金的资产数量结构、投资业务结构，说明中国资本市场机构投资者的核心问题是散、杂、小。

国外的基金，一搞就是大到几万亿美元，中到几千亿美元，小则几十亿、几百亿美元。我2018年到纽约去，美国四大金融机构的董事长都跟我聊了，每个董事长跟我聊一个多小时，我一天里面排了四个，一个是高盛、一个是摩根士丹利，这两个是投资银行，还有两个是KKR和黑石。两个基金说起来，他们有几万亿美元在手上。我就问他们，你们怎么布局的，多少在债市里，多少在股市里，投资在哪些国家，董事长说起来一目了然，原则策略跟我讨论一通。而中国国内的基金缺这个东西。一个是表现为散、杂、小。第二，这个基金的资金来源、募资来源，募不到资，没信用。投资方面也投不到好项目，投得乱七八糟。募、投之外，还有一个退，就是基金总是三年、五年投了以后，要退出。这要退的时候，坏账了，退不出。有许多企业搞了三年、五年，基金公司的GP团队早有了，LP找不到，找不到就把自己的金融牌照通道租给别人，让人家借通道，收点通道费。另外，形股实债，有时是说股权来了十几位，人家借了债券给他；有时候是作为募集者说5月来资金，真到5月项目找好了要资金的时候，LP股东钱不到位了。总的来说也很困难。

这个困难的根子在我刚刚说的第三条，因为假如这个地方有10万亿元或者20万亿元的企业年金，大家注意企业年金绝不是有一千个、

一万个工商企业，它为职工买了年金，形成了这个年金，有一万个企业自己去炒股。法律规定这些企业拿了年金，是不能买卖股票的。它必须通过国家有关方面的企业年金专业管理委员会把它交给相应的私募基金。当然私募基金是有选择，需要招标的。假如说有10个私募基金来应标，投资回报率最高的，可以得到年金的投入。如果10万亿元年金里面，有1万亿元投入到这个基金里面，它做得越好，更多的基金往它这儿搞，它就越做越大，出现1万亿元、2万亿元的基金。这样，机构投资者的责任和长期效应就到位了。

在这个意义上，机构投资者的整体功能和长期资本的整体到位是互动的。没有第三条，也不会有第四条。中国基金业差不多18年了，之所以还不景气，和长期资本缺乏、LP的真正大股东缺乏有关。但这两件事都属于基础性制度建设，一个是机构，属于花钱的人，长期资本是通过它们来投进去；一个是长期资本来源，都是很关键的。

第五，解决证券公司资本中介功能缺失问题。证券公司是资本市场的中坚力量，它既是企业上市的中介，也是日常运行的监督力量；既是股民投资上市公司的重要通道，又是资本市场机构投资者的重要代表。

英美混业经营的结果基本已使投资银行和商业银行失去界限，投资银行占据了金融主导地位。即使是在德日等以间接融资为主的国家，其顶级银行同样是野村证券、德意志银行等拥有国际地位的投资银行。反观我国，这十几年来，培育出一批在世界500强中名列前茅的银行、保险公司，但却没能培育出一家具有国际竞争力的证券公司，很重要的原因在于早期为防止客户保证金被证券公司营业部挪用，规定客户保证金三方托管，不归证券公司管理，使得证券公司只是简单的中介，而非真正的金融机构。

事实上，这十多年来，各大证券公司早已把分散在证券营业部交易通道的资金管理权全部上收到总公司集中管理和监控，而中国证券登记结算公司也完全有能力对每天发生的所有证券交易动态进行实时监控和记录，这样的市场机制已经排除了发生客户保证金被证券营业部挪用的可能，所以现在已经有条件把客户保证金交还给证券公司，这是国际惯例，也是证券公司不断壮大的基础。银行和保险机构之所

以可以成为强大的金融机构，很重要一点就是因为手中掌握并管理存款或投保客户资金。证券公司拥有客户保证金的管理权，可以扩大证券公司吸引客户的能力，国内重要机构投资人一般会通过证券投资基金管理公司进行证券投资，而现在证券公司由于无权管理客户资金，对投资客户而言基本就是交易通道的提供者，已经失去为客户提供深度服务的能力，服务越来越同质化，大小难辨，优劣难辨，不利于培育我国自己的、具有国际竞争实力的投资银行。特别是在金融扩大开放的背景下，我国自己的投资客户势必渐渐变成外国投资银行的客户，对中国主权资本定价将构成不利后果，也为资本市场开放带来了巨大的风险。

我们说证券公司的功能是什么？我印象中各大券商老总自我介绍或者年报自述，一般都讲到投行的五大功能。第一个是IPO，帮助企业上市赚IPO的钱，发行费1%。第二个是所谓的经纪通道，所有1.4亿股民都在各个城市、各个街道的证券公司的门市部开户买股票，大户、小户、散户买股票都是通过证券公司，它就收交易的通道费，以前有1%、0.5%，后来互相竞争，竞争到现在千分之一，很低很低。这是经纪业务。第三个是所谓的投资顾问，帮助工商企业收购兼并，我们叫投资顾问。第四个是投行自营业务，自己拿点钱买卖股票。第五个是固定收益，买债券等，国外的固定收益更复杂一点，做期权掉期保值，我们这些都不去做的，一般都是买债券等。这五种业务说起来琅琅上口，所有投行行长、证券公司老总都知道，它们的部门基本都这么设置。

全世界的投行最重大的功能是什么？应当是资本中介功能，我们的投行这方面业务是零。所以所有的投行年报、中报、季报，不管上市还是不上市，它们的财务报告、年终报告里没有资本中介这一栏。什么叫资本中介？商业银行最基本的功能是左手这边吸收老百姓存款，右手那边对企业贷款。存款、贷款，存贷款之间的就是资金中介。如果一个商业银行自理投资一些东西，然后拉一些钱来了，做做其他的事，或者表外的理财，委托的贷款，做其他的事，把商业银行最基本的功能搞没了，那商业银行还算什么？保险公司最重要的是什么？集千千万万老百姓保费，集中了以后，当然可以通过保险中介去

投资。如果这个功能没了，那基本上也没意义了。

同样，证券公司或投资银行最重要的功能是资本中介功能。尽管证券公司在资本市场中起着多功能的承上启下、纵横交错的纽带作用，股民通过它买股票，企业通过它上市，上市公司收购、兼并由它做财务顾问，哪件事都离不了它，但证券公司最重要的一项功能就是所有股票市场的投资者跟证券公司之间形成资本中介，它可以通过配资融券发挥资本市场的资本中介功能。这样一个功能将是它收益最大的一块。在2000年的时候，中国的商业银行也就是有十几万亿元的资产，形成的商业银行的贷款余额是十几万亿元。这些年，商业银行全部的资产已达200多万亿元了，贷款余额也达到了150多万亿元，增长了10倍以上。保险公司的资本或资产也涨了十几倍。2000年的时候，我们有100多个券商，到今天还是100多个券商，资产规模并没有像商业银行涨10倍，我们券商的资本或资产只是上涨了一倍多一点，几乎不长个子，原因就是没有资本中介功能。

这是一个根本性、基础性的制度，如果这项制度不搞好，证券公司就会因丧失资本中介功能，而无法健康发育成长，不管是大证券公司、小证券公司统统都变成不长个子的矮子，长不大的侏儒。所以，一定要把这个基础性制度搞好，全世界只要叫投行都有这个功能，这个功能只要一展开，资本市场至少会多十几万亿元的现金资本，通过投资银行、证券公司，然后中介，转给有能力的投资者。这是不是不安全呢？是不是挪用客户保证金呢？不是。所有的银行，老百姓的存款，之所以能够变成它的贷款，是和它的资本充足率、和它的表内信用关联在一起的。

同样，证券公司把客户保证金随便挪用那是犯法。但是证券公司与投资者之间如果有明确的法律文本的规则，然后经过信用委托，把这种资产跟证券公司表内的资本信用连在一起。如果这个证券公司规模大，有1万亿元的信用，那么这1万亿元的客户保证金可以通过它的信用，转借出去。反过来，如果这个公司没有这种信用，那么即使有客户保证金，你也不能动。这个过程就像商业银行管制、保险公司的管理一样，有它基础性的法律制度在起作用。全世界成熟的市场都有，我们没有。这个制度必须建设。实际上，这是证券公司很重要的

功能，不断地发展自己，发展自己以后，信用不断提高。信用提高，又可以产生资本中介的效益。这种效益如果有10万亿元，1%就是1000亿元的利润。一旦形成这样的功能的时候，就会有一批优秀的券商脱颖而出，变成我们资本市场的中坚力量。

第六，加强上市公司运行中的机制性、规范性制度建设。上市公司运行中，有三种制度建设要支持鼓励，也有三种行为要约束制止。

要支持鼓励的方面如下。一是去除制度障碍，鼓励上市公司回购并注销本公司股票。这是发达国家上市公司激励投资者信心最常规的手段。很多人认为，美国加息、缩表会导致股市暴跌，但这并没发生，其原因就是上市公司大量回购并注销股票。统计显示，2018年以来，仅纳斯达克上市公司回购并注销股票数额就接近6000亿美元。当下，我国不少上市公司股价跌破净资产，这不仅暴露了主权资本价格控制权可能旁落的风险，而且推高了我国以资产价值计算的企业债务率、杠杆率。理论上，股价破净是最适宜上市公司回购并注销股票的时候，它会使股票价值提升，有利于所有股东。但由于《中华人民共和国公司法》限制股票注销，股价低迷时，我国上市公司一般“有回购、无注销”，其他投资者对上市公司回购也有低买高卖的顾虑，削弱了回购股票的激励作用。正因如此，建议取消《公司法》关于限制股票注销的有关规定，破除制度障碍。二是支持和鼓励上市公司通过并购重组做优做大做强，并建立监管部门对收购兼并、资源重组的审核批准快车道，提高审核效率。过往的政策对上市公司重组并购往往限制过多、审核过严，像审核IPO那样在审核并购重组项目。我认为可以将注册制的审核理念首先用于并购重组项目，只要不造假，可由监管部门备案、交易所直接审核。三是建立上市公司愿意分红、国内外机构投资者愿意更多更久持有我国股票的税收机制。我国资本市场有一个“铁公鸡”现象，就是上市公司很少分红，有的公司甚至十多年、二十年没分过红。只圈钱融资、不分红回报这种现象的长期存在，正是中国资本市场投资功能弱化的根本原因。因此，应明确上市公司每年分不同情况实行40%、50%、60%的分红制度，并推出相应鼓励措施对上市公司现金分红这部分利润税前列支，以激励上市公司现金分红，重新恢复国内投资者对股市的信心。

要约束制止的方面如下。一是遏制大股东高位套现、减持股份的行为。在我国，大股东高位套现减持早已被我国股市散户投资者深恶痛绝，但目前屡禁不止，很有必要从制度上彻底解决。实际上，现在大股东增持股份一般都会提前披露，但减持基本是在事后才披露。对此类情况，证监会或交易所应出台规定，前10大股东减持股份必须提前一周公开披露信息，广而告之用多长时间、减持多少股份、资金用途是什么、未来什么情况下还会继续减持，特别要警惕大股东对企业丧失信心、内心考虑放弃企业、高位套现、卷款而走的行为，如有触犯刑律的必须予以惩处。同时对大股东减持形成的利润，应严格执行20%利得税的规定。这样，就能有效约束大股东高位减持股份的操作，有利于维护股市稳定和中小投资者合法权益。二是要防范大股东大比例股权质押，顺周期高杠杆融资发展、逆周期股市跌破平仓线、踩踏平仓造成股市震荡的问题。如果说2015年股市短时期内暴跌30%多是因为市场中场外资金杠杆配资，一旦股市下跌破位，形成踩踏性平仓，那么最近三个月的股市骤然下行则是与上市公司股东大比例股权质押、破位平仓、叠加性踩踏有关。事实上，上市企业的股权资本金是上市企业借债融资的质押物、资产负债率的信用基础。大股东将自己的股权大比例质押，质押借的钱不是用于上市公司而是用于别的地方，事实上也是一种“一女二嫁”、二次质押。这种情况从制度上就应予约束。近几个月暴露出我国上市公司大股东居然有几万亿元的股权质押处在平仓踩踏线上，一方面是大量的股东股权易手令人咋舌，另一方面是质押制度的漏洞之大令人深思。三是一些上市公司长期停牌、随意停牌也是不可忽视的问题。

第七，取消股票交易印花税。印花税是个古老的税种，当年是因为纸质股票交易过户需要交易所或其他代表国家信用的机构对所交易的纸质股票实施“贴花背书”，即私人交易行为占用了公共资源，需要缴纳一定的费用。但随着交易自动化时代到来，印花税存在的必要性受到了严重质疑。市场普遍认为，套差交易者购买或卖空股票后，股票价差必须完全覆盖成本而且产生盈利才会实施反向交易，这无形中放大了股市波动，弱化了股票定价准确性。在发达国家，所有市场参与者都非常在意股票定价是否准确。他们认为，定价越准确，说明市场越有效，股市波动风险越小，越有利于投融资双方的合理利益。正

是基于这样的逻辑，20世纪90年代以来，美国、日本、欧盟先后取消了印花税，目前全世界主要股票交易所中只有印度和中国大陆还在征收，对中国开放市场、参与全球股权投资资本竞争十分不利。建议取消印花税，以降低交易成本，激励资本市场增强活力、健康发展。

第八，设立国家平准基金替换现在具有平准基金功能的证金公司。证券平准基金也是资本市场平稳运行的重要工具，是市场短时间发生大幅度下跌时防御冲击型危机的撒手锏。我国已有汇金、证金两家平准基金，总规模不足2万亿元，尤其是证金公司担子很重，而且资金来源多为商业借贷，每年仅还银行贷款利息就达约800亿元，成本很高，这使得公司平准行为扭曲，不得不从事低吸高抛的操作，这就违反了平准基金“不与民争利”的基本运行规则。为此，建议国家设立“中国成分股指数”平准基金，替代证金公司。平准基金可以直通央行，以央行货币发行权支撑平准基金运营的资金来源，也可以是财政发行特别国债，额度可根据实际需要由中央确定。这样，一则可以大幅降低资金成本，消除低吸高抛的不合理运行；二则可对恶意力量起到最大、最有效的震慑作用。一旦股市出现危机，一是可以鼓励上市公司特别是国有控股公司回购注销股票，二是养老金与企业年金可以入市吸筹，三是平准基金可以托底护盘。平准基金盈利怎么处置呢？一般来说，平准基金在股价严重低估时进入，估值合理时退出，国际上基本没有平准赔本的先例。退出后，盈利既可以按年划归社保基金，也可以借鉴香港盈富基金的做法，打折公开发售给民众。

第九，建立中国系统重要性股票监测制度并以其为成分股，重新设立“中国成分股指数”。这种股指类似标普500、道琼斯30种工业股指数，可以取代，甚至取消上证综合指数。现在，国际国内评价我国股市一般是以上证综合指数作为依据，存在很大问题。从发达国家的股票市场看，非常活跃、一般活跃和不活跃股票基本各占三分之一，而成分股指数只代表最活跃的部分，美国股市大涨实际指的仅仅是道琼斯30种工业股指数从6000点涨到24000点，根本不是全部美国股票加权平均之后的综合指数。上证综指之所以是全部股票的加权平均指数，是因为20世纪90年代初期上海证券市场全部上市公司数量只有几十个，搞指数自然将其全部包括其中。二十多年来，上市公司数量已

从几十个增加到4000个左右，自然没必要也不应该再搞全部在内的综合指数，而应适时推出成分股指数。通过构建“中国成分股指数”，一是可以引导市场资金流向活跃的股票，确保国家主权资本定价的准确；二是成分股指数可以突出国家对经济结构调整的意志，有利于引导有限的资本资源流向符合产业政策的上市公司，加快产业结构调整；三是股市只需适度增量资金推动就可以实现上涨，对整体股市起到带动作用，节约资本资源；四是整体市场只有一部分股票活跃，而不活跃的那部分股票将使整体市场平均换手率大大降低，并接近国际一般水平，彻底改变国外投资者认为中国股市投机过度的印象。这件事可以一步到位，因为成分股一年调整一次，现在快速推进，未来一步一步走向成熟即可。

总之，今天从基本面的作用，基础性的制度概念，结构性的概念，供求平衡的概念，讲到了一些问题。平时股票市场监管，信息公开披露这些概念，一般性股市里面各种各样的原则，都在注册制、退市制的基本制度里面写进去了，不去展开。这九种制度如果到位以后，对中国资本市场是一种长期的制度化的改革。中央这次讲，要推动资本市场的基础性制度改革，我认为就和这些事情有关系，这些制度改革好了，自然而然资本市场内在的成熟的机制就会发挥作用，健全向上的功能、资源优化配置的功能就会彰显，晴雨表功能就会彰显，另外投入产出基本市场赚钱的效应也会出现。不在于一个月、两个月赚钱，而在于5年、10年的长周期看，基本面总是发展的。

我上面讲了九种，都不是发明创造。这种基础性制度，用不着自己去关着门研究出中国特色资本市场制度。全世界资本市场，几十年、上百年来一直存在着惯例制度。有些制度可能遇上了问题，临时调整一下，过了一些年，这个问题没了，又取消了。有的问题10年、20年、50年一直存在，如年金制度，机构投资者的这种基金投资的制度，退市的制度，投资银行的资本中介功能的制度，回购注销制度，都是各国几十年从来就有的。

29年来，我国资本市场刚起步，开放还不足，国外的惯例还没引过来。开放倒逼改革，把国外成熟、稳当的制度引进来。有些制度中国还不适应，要慢慢来。但有些制度，是一种长期基础性的、对股市

有正向推动力的制度，当然可以引过来使用。

大家说最近这三个月是牛市来了，到底是牛市又来了，还是跌破头又反弹？我认为这一波的股市回升既不是跌破头反弹，也不是牛市。作为晴雨表，牛市反映经济高涨。我们现在说资本市场的春天来了的话，这个春天既不是牛市春天的概念，也不是临时救市措施产生的反弹春天的概念。我认为这是中国资本市场基础性制度建设的春天。党中央把资本市场的建设，放到了牵一发而动全身的地位，把资本市场作为金融供给侧结构性改革的关键所在，把资本市场作为中国金融实现脱虚就实转变的战略措施，把资本市场作为金融系统、宏观经济系统防范系统性风险很重要的一个手段。防风险就是去杠杆，资本市场上去以后，中国宏观杠杆率就会下降。我们现在企业杠杆160%，世界最高。我们企业每年新增的融资90%以上是债权，如果资本市场上去了，直接金融系统规模扩大了，每年新增融资30%是股权，还有20%是资本市场发的债券，银行贷款只占中国每年新增贷款的50%，中国企业的杠杆就会下来，中国整个国民经济的宏观杠杆率就会下来。也就是说，这一波中国资本市场的春天，是制度红利的春天。当我们抓住了资本市场基础性制度改革以后，一定会产生改革的红利，这个红利，会把我们过去欠下的补回来。股市就可能往上涨几百点、上千点。在这里绝没有鼓励大家去炒股票的意思，今天都是从结构改革基本面长期发展来说的。

答 / 学 / 生 / 问

提问：

《中华人民共和国证券法》修改将对中国资本市场发展产生重大影响，请问相关进程情况怎样？

黄奇帆教授：

从2013年12月开始，十二届全国人大财经委牵头，联合最高人民法院、国务院有关部门等单位共同组成起草组，负责《中华人民共和国证券法》修改工作。2015年4月和2017年4月，全国人大常委会对《中华人民共和国证券法》修订草案分别进行了第一次和第二次审议，将来还要进行第三次审议。修改的主要内容包括：一是实行股票发行注册制；二是建立健全多层次资本市场体系；三是加强投资者保护；四是推动证券行业创新发展；五是加强事中事后监管；此外还对完善证券登记结算和担保制度、完善上市公司收购制度等作了修改。通过后的证券法，将成为中国资本市场健康发展的法律制度基础。我们要借鉴美国资本市场经过多年发展积累的经验做法，其中之一就是股票市场应实行严格的退市制度。美国纳斯达克和纽交所每年分别有8%左右和6%左右的公司退市，同时补充新的上市公司，通过新旧更替保持优质公司发展、股票市值自然上涨。中国正下决心在股票市场实施严格的退市制度，建立具有操作性的退市机制，在此基础上，更好地发展投行机构和中介机构，实施更及时的稽查监管，引入更规范的市场资金，稳妥推进股票发行注册制度改革，促进中国资本市场走上良性发展轨道。

房地产发展

关于建立房地产基础性制度和长效机制的若干思考
在复旦大学中国经济研究中心第11期“中国大问题”讲堂上的演讲

2017年5月26日

摘要：结合理论和数据，可以看出中国房地产和实体经济存在“十大失衡”—— 土地供求失衡、土地价格失衡、房地产投资失衡、房地产融资比例失衡、房地产税费占地方财力比重失衡、房屋销售租赁比失衡、房价收入比失衡、房地产内部结构失衡、房地产市场秩序失衡、政府房地产调控失衡。为此，要建立长效机制，应注意“五大方面”—— 土地调控得当、法律制度到位、土地金融规范、税制结构改革和公租房制度保障，并特别强调了“地票制度”对盘活土地存量，提高耕地增量的重要意义。通过对房地产情况条分缕析，我们可以用清晰的逻辑和精准的数据算一次大账，指出问题的深层机制所在，并给出解决办法。

房地产业的发展与国计民生是紧密联系在一起的。因此，无论是从稳定增长、发展城市、改善民生角度看，还是从维护金融安全角度讲，都需要保持房地产业的平稳健康发展。今天的讲座，我就如何贯彻落实习近平总书记关于房地产发展的重要讲话精神，探索建立房地产基础性制度和长效机制，与大家作一交流。

一
房地产和实体经济存在十大失衡

习近平总书记在2016年年底中央经济工作会议上明确指出：“当前，我国经济运行面临的突出矛盾和问题，根源是重大结构性失衡，

主要表现为实体经济结构性供需失衡、金融和实体经济失衡、房地产和实体经济失衡。”这三大失衡中，房地产和实体经济失衡尤为突出，我认为，主要表现在十个方面。

（一）土地供需失衡

从宏观上看，过去几十年，我国平均每年有800万亩耕地转化为城市建设用地，再加上一些计划外征地，实际上每十多年全国就要用掉1亿亩耕地，所以我国耕地从20世纪80年代的23亿亩，减少到现在不到20亿亩。从保证粮食安全的角度看，我国每年人均口粮消费约为150千克，肉禽蛋奶折合人均饲料粮300千克左右，按13.7亿人口规模和耕地亩均360千克粮食单产计算，就需要17亿亩耕地。再加上蔬菜、水果需求，20亿亩耕地就显得捉襟见肘了。我们国家有一个判断，为解决中国13亿多人的吃饭问题，至少需要18亿亩耕地，这是必须守住的底线，是国家安全所在。为此，为国家战略安全计，我国土地供应应逐步收紧，2015年供地770万亩，2016年700万亩，今年计划供应600万亩。土地供应总量减少了，房地产用地自然会更紧一些。“地少人多”，这是我们国家的国情，城市发展中必须把握国情，加强土地的集约利用，提高土地的利用效率，实现土地资源的优化配置。

从结构上看，国家每年批准供地中，约有三分之一用于农村建设性用地，比如水利基础设施、高速公路等，真正用于城市的只占三分之二，这部分又一分为三：55%左右用于各种基础设施和公共设施，30%左右给了工业，实际给房地产开发的建设用地只有15%。这是三分之二城市建设用地中的15%，摊到全部建设用地中只占到10%左右，这个比例是不平衡的。相比欧美国家工业用地一般占城市建设用地的15%，商业和住宅类住房用地一般占25%左右的情况，我们工业用地配置显然占比太高，挤占和压缩了住宅用地。

从区域上看，好不容易有15%可作城市住房用地，是不是人多的城市多供应一点，人少的地方就少供应一点？政府有时是逆向调控，对大城市有意控紧一点，流入人口多土地却拿得少，中小城市反而容

易得到支持，用地指标会多一点，造成了资源配置在城市间的不平衡。

（二）土地价格失衡

过去这十年，一线城市的房价几乎涨了8倍到10倍，很多时候大家说这是通货膨胀现象。的确，近十年M2从10多万亿元涨到100多万亿元，增长了十多倍，房价也差不多涨了十倍，逻辑判断好像房价上涨是由货币膨胀导致的。然而，为什么同样的通货膨胀，有的商品涨价了，有的商品还掉价了？其实还是与供给需求有关。对于供过于求的商品，哪怕货币泛滥，也可能价格跌掉一半。货币膨胀只是房价上涨的必要条件而非充分条件，只是外部因素而非内部因素。

住房作为附着在土地上的不动产，地价高房价必然会高，地价低房价自然会低，地价是决定房价的根本性因素。如果只有货币这个外因存在，地价这个内因不配合，房价想涨也是涨不起来的。控制房价的关键就是要控制地价。现在，土地升值有点畸形，原因有三方面。其一，土地拍卖制度本身会不断推高地价。现行的土地拍卖制度，是20世纪八九十年代，学习香港的土地批租形成的。它的好处是，政府主导下的阳光作业，能够避免腐败和灰色交易，实现公平公正交易。但拍卖制有个特点，就是价高者得，实际过程就会把地价越拍越高。如果通过行政手段对土地价格进行拍卖封顶，本身又与市场化交易规则相违背。其二，土地供应不足。在土地供不应求的情况下，拍卖地价自然会越来越高，房价也会越来越高。这是由供不应求的缺口所导致的。其三，通过旧城改造的拍卖用地成本高也是重要原因。城市拆迁的动迁成本逻辑上会参照这个地区的房产均价来补偿，比如这个地区房价每平方米7000元，拆迁后的土地批租楼面地价一般会按照7000元作为拍卖底价。这样的土地建成商品房的价格往往会卖到每平方米1.5万元以上。在这个意义上，如果靠旧城改造推动城市开发，房价肯定会越来越高。总之，拍卖机制，加上新供土地短缺，旧城改造循环，这三个因素相互叠加，地价就会不断上升。

（三）房地产投资失衡

按经济学的经验逻辑，一个城市的固定资产投资中房地产投资每年不应超过25%。十年前，我在重庆分管城建时就定了这个原则，一些人不理解，实际上这可以从国际上房地产运行的“六分之一理论”中找到答案。正常情况下，一个家庭用于租房的支出最好不要超过月收入的六分之一，超过了就会影响正常生活。买房也如此，不能超过职工全部工作年限收入的六分之一，按每个人一生工作40年左右时间算，“6—7年的家庭年收入买一套房”是合理的。对一个城市而言，GDP不能全部拿来投资造房，否则就无法持续健康发展。正常情况下，每年固定资产投资不应超过GDP的60%。如果GDP有1万亿元，固定资产投资达到1.3万亿元甚至1.5万亿元，一年两年可以，长远就会不可持续。固定资产投资不超过GDP的60%，再按“房地产投资不超过固定资产投资的25%”，也符合“房地产投资不超过GDP六分之一”这一基本逻辑。这就是我在重庆工作期间，一再强调“房地产投资不要超过固定资产投资的25%”的理论出发点，实践证明也是合理的。

目前来看，大陆31个省会城市和直辖市中，房地产投资连续多年占GDP 60%以上的有5个，占40%以上的有16个，显然偏高。总之，投资占GDP比重太大，就会不可持续。有些城市因为房子造得很多，基础设施、实体经济、工商产业没跟进，又会出现“空城”“鬼城”。现在，一些地方固定资产投资绑架了国民经济发展，成为稳增长的“撒手锏”，大家都这么抓，比重越抓越高，失衡就会越来越重。

（四）房地产融资比例失衡

2011年，全国人民币贷款余额54.8万亿元，其中房地产贷款余额10.7万亿元，占比不到20%。这一比例逐年走高，2016年全国106万亿元的贷款余额中，房地产贷款余额26.9万亿元，占比超过25%。也就是说，房地产占用了全部金融资金量的25%，而房地产贡献的GDP只有7%左右。而且，去年全国贷款增量的45%来自房地产，一些国有大型银行甚至70%—80%的增量是房地产。从这个意义上讲，房地产绑架了太多的金融资源，导致众多金融“活水”没有进入到实体经济，就是“脱实就虚”的具体表现。

（五）房地产税费占地方财力比重过高

这些年，中央加地方的全部财政收入中，房地产税费差不多占了35%，乍一看来，这一比例感觉还不高。但考虑到房地产税费属地方税、地方费，和中央财力无关，把房地产税费与地方财力相比较，则显得比重太高。全国10万亿元地方税中，有40%也就是4万亿是与房地产关联的，再加上土地出让金3.7万亿元，全部13万亿元左右的地方财政预算收入中就有近8万亿元与房地产有关。政府的活动太依赖房地产，地方政府财力离了房地产是会断粮的，这也是失衡的。

（六）房屋销售租赁比失衡

在欧美国家，所有的商业性房屋，销售和租赁大体各占50%。租赁有两类，一类是开发商开发后自持物业出租，一类是小业主和老百姓购买后出租。比如新加坡，70%—80%的居民租住在政府持有的公租房中。改革开放前，我国大部分居民也是住在政府、集体或者企业的公房体系中，产权归公家，住户只有承租使用权。近十年，我国开发的房产90%以上是作为商品房、产权房进行买卖的，真正作为租用的不到10%。这样的市场结构是畸形的。

当前，中国房屋租赁市场有四个不足。第一，租赁者作为弱势群体，缺乏讨价还价的能力，业主可以随心所欲调整租金。第二，业主可以随时收回房屋，让租赁者朝不保夕、居无定所，稳定性不够。第三，租房者因为没有产权，无法享有与房产紧密捆绑的教育、医疗、户籍等公共服务，不能实现与当地居民同等的待遇。比如，租房者小孩不能就近入学，只有买了房子，哪怕只有几平方米的一个小阁楼才算学区房。户籍也是买房入住几年才能办理，租房是根本不算的。第四，有恒产才有恒心，由于我们制度上、工作上、习惯上有这些问题，老百姓产生了一种思想意识，就是把租房作为一种短暂的、过渡的、临时性的办法。我现在租房子，那是我没办法，只要有一天我稍有能耐，立刻就会买商品房、产权房。房屋租赁市场发育不足，也是一种失衡。

（七）房价收入比失衡

刚才讲，“6—7年家庭收入买套房”是合理的“六分之一理论”逻辑。现实情况却远非如此，从均价看，一线城市北京、上海、广州、深圳、杭州等，房价收入比往往已到40年左右。这个比例在世界已经处于很高的水平了。考虑房价与居民收入比，必须高收入对高房价，低收入对低房价，均价对均价。有人说，纽约房子比上海还贵，伦敦海德公园的房价也比上海高。但伦敦城市居民的人均收入要高出上海几倍。就均价而言，伦敦房价收入比还是在10年以内。我们高得离谱！一线城市房价收入比高到40年左右，20多个二线城市都在25年左右。当然，也有一些小县城在5—6年左右，有的地方“空城”“鬼城”房子卖不掉的也有。大家经常说房价高，主要是一、二线城市或者三线中的一些活跃城市，由于各种原因使得房价收入比高了以后产生了不均衡。

（八）房地产内部结构失衡

一线、二线城市由于土地的供不应求，形成房产开发量的供不应求，其房屋库存去化周期只有三四个月，而且还是在限卖限购的背景下，一旦放开，就会无房可供。而有些城市的库存去化周期长达十几、二十个月，甚至三四年都卖不掉，这就是一种不均衡，一种资源错配。供不应求的城市应多供点土地，多造点房子；供过于求的地方，不应该再批地。这样，才能把错配的资源调控回来。

房地产开发是供给端的概念，不能等到市场需求失衡了才从需求端下猛药调控，一定要从供给端发力，政府和企业有比较明确预测信息来进行供给。比如，几百万人的大城市，人均住宅面积大致在40平方米，三口之家差不多就90—120平方米。如果一个城市只有100万人，造4000万平方米就足够了。如果现在已有2000万平方米，每年再开发1000万平方米，五年后就变成七八千万平方米，人均就有70—80平方米，肯定会过剩。因此，规划时就要以人均40平方米作为底数，最多上下浮动10%—15%，不能由着房地产开发商蛮干。政府也绝不能短视，只图短期GDP，否则就会弄一堆烂尾楼、空城，最终经

济熄火上不去。再比如，一个城市该造多少写字楼呢？实际上，一般中等城市每2万元GDP造1平方米就够了，再多必过剩。对大城市而言，每平方米写字楼成本高一些，其资源利用率也会高一些，大体按每平方米4万元GDP来规划。另外，商场的面积也应该基于商业零售额，差不多可按每年每平方米2万元销售值计算。如果每平方米商业零售只有1万元，那么批量零售的收入，扣除人工、水电、房租等各种费用，一定会是赔本的买卖。因此，一定要强化城市规划的理念，不能胡乱造房，要算好投入产出。现在，一些城市的开发商无论是在城市中心地带还是在边缘地带，大量兴建写字楼。一搞大卖场就是50万平方米的综合体，一搞就是5个、10个，地方政府由着性子就批，都是“空城”“鬼城”的代表、乱开发的代表、好大喜功的代表，是一种不吸取教训的失衡现象。

（九）房地产市场秩序失衡

有的开发商买来土地后，在利益驱使下，将原来规划为写字楼的改为住宅，原来规划为工业的改为商业，原定容积率1：2结果变成了1：3、1：4，等等。这种现象屡见不鲜。这些行为最后都会被政府罚款，但罚不抵收，不管是开发商勾结政府官员干，还是开发商自己偷偷摸摸干，最后往往又法不责众，乱象屡禁不止。

有的开发商在销售房屋的时候，卖不掉就把房子“切碎”卖；或者搞售后返租，实际上是高息揽储，但老百姓觉得划算，很容易上当，一旦坏账，老百姓就找政府，最后变成社会的不稳定因素。

有的开发商在融资的时候，向银行借、向信托借，借高利贷，发债券，再到后来就把手伸向理财资金、小贷公司，在公司内部向员工乱集资，在社会上骗老百姓的钱，种种乱象层出不穷。

还有一些开发商，本应在获批土地后两年内启动、五年内完成开发的，但他们把地一直围着，十年下来地价倒涨了十倍，什么活不干，坐享其成，转手就赚十倍。这些方面，亟须加强管理。

（十）政府房地产调控失衡

总体上，经济下行的时候，一些地方政府希望刺激房地产，就往东调；当房地产泡沫积聚的时候，政府又想稳住或者压一下，就往西调。如此一来，忽东忽西，最后只能是南辕北辙。再有，一些地方政府习惯于采取行政性的、短期的、碎片化的措施，缺少稳定性的、长周期的、法制化的措施，也缺乏经济逻辑、经济杠杆的措施。很多时候仅在需求侧调一调、控一控、紧一紧、缩一缩，较少在供给端上进行有效的结构性调控，这是我们在调控方面的缺陷。如果相关政策经常上上下下、变来变去，就无法形成稳定的市场预期，势必对老百姓的生活习惯、价值观念、家庭稳定带来影响，也会对金融市场和实体经济造成破坏。

以上房地产存在的十个方面失衡，会带来很多不良后果。一是房产成本高了以后，会恶化实体经济投资环境，使实体经济脱实向虚。二是搞企业的看到搞房地产那么轻松，卖几套房比一年的利润还多，资金就不再往实体投，都转向房地产，最后各行各业大家一起投房产、炒房产，加速泡沫积聚。三是实体企业的职工因为房价过高，买不起房子，也会逼得实体经济搬离高房价地区。长期来讲，房地产价格按GDP的增长率、按城市居民收入的实际增长率同步增长是符合经济规律的，而泡沫性的高房价对实体经济和国民经济的负面影响和伤害是显而易见的，必须引起高度重视并认真加以解决。

二
建立房地产调控五大长效机制

那么，应该用什么样的措施来实现房地产的系统平衡呢？2016年年底，习近平总书记在中央经济工作会议上明确要求："坚持'房子是用来住的，不是用来炒的'的定位。""综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，抑制房地产泡沫。"这一重要指示，是我们做好房地产调控和房地产管理体系改革的总遵循。我们必须围绕房地产的功能定位，厘清主要矛盾，搭建四梁八柱，配套政策措施，才能实现房地产市场长期平稳健康发展。结合对习近平总书记关于房地产调控重要

讲话精神的理解，我认为当前有五项基础性制度尤为重要。

（一）土地

第一，控制土地供应总量。一个城市的土地供应总量一般可按每人100平方米来控制，这应该成为一个法制化原则。100万城市人口就供应100平方千米。爬行钉住，后发制人。什么意思？你这个城市有本事把人口集聚到500万，如果以前只给了你350平方千米，今后若干年内每年就逐步增加土地供应，补上这个缺口。不能根据长官意志，计划未来有城市人口500万，现在才200万，就要500平方千米，结果今后十年里真的给了你300平方千米，你300万人没来，或只来了100万人，甚至原来的200万人还走了一些人，这个土地的错配，谁负责？土地要爬行钉住，而不是说要你去臆想调控，长官意志。这是因为，规划意图能否落地变成现实的因素，不仅仅是土地问题，还涉及产业集聚能力、基础设施配套能力、投融资匹配能力等因素。在这些因素中，土地是殿后的因素，而不应成为招商引资盲目扩张的领头羊。总之，土地供应总量应当爬行钉住人口增加，而不是违反经济规律去逆向调控。在这个意义上，土地指标不应该各城市平均分配，而是要看谁的人口多，增长快。原则上，应按照产业跟着功能走，人口跟着产业走，土地跟着人口和产业走，形成一个比较完整的土地调控逻辑链条。这个原则言简意赅，最笨的方法可能最有效。如果把规则弄得复杂，小城市讲小理由，大城市讲大理由，弄到最后就会糊里糊涂的。

第二，控制用地结构比例。人均100平方米的城市建设用地，该怎么分配呢？不能都拿来搞基础设施、公共设施，也不能都拿来搞商业住宅。大体上，应该有55平方米用于交通、市政、绿地等基础设施和学校、医院、文化等公共设施，这是城市环境塑造的基本需要。对工业用地，应该控制在20平方米以内，每平方千米要做到100亿元产值。这方面，要向上海学习，早在20世纪90年代开发浦东时，金桥工业区规划10平方千米，当时就要求每平方千米产出至少100亿元，事实上金桥工业区到2000年产出就达1500亿元了。现在一些城市，工业用地投入产出比太低，每平方千米甚至只有20亿—30亿元工业产

出，浪费太严重，一定要抠门一点，提高刚性约束，把过去太慷慨的工业用地倒逼下来。这样，就会有25平方米用于房地产开发，比过去增加供地10平方米，其中20平方米用于建商品住宅，5平方米用来搞商业开发。够不够呢？如果1000万人的城市，1000平方千米建设用地，就可以搞50平方千米的商业设施用地，200平方千米的住宅用地，相当于2亿平方米，如果容积率平均1：2，就是4亿平方米，1000万人口的城市，人均40平方米住房应当是平衡的。因此，要改变以往为了GDP大手大脚招商搞工业，工业用地占比太高的问题，应该把城市用地20%用于住宅开发、5%用于商业开发，这个比例作为法制性的用途规则确定下来。

第三，控制拍卖土地价格。大体上，楼面地价不要超过当期房价的三分之一。如果一地块周边当期房价1万元/平方米，地价拍到3300元/平方米就要适可而止，否则就会人为推高房价。“限价限价”，绝不是长官意志，自己随意限一个地价，2万元限一下，3万元限一下，到底限多少呢？政府不在土地上去推高房价，地价跟着房价慢慢走。当土地的供应是比较充分的、合理的、有效的时候，如果地价高了，就把政府的储备地多卖几块出来平衡一下。还有一种情况，旧城改造，拆迁成本很高，但政府不能为了不亏本而拍高地价，应该在城郊接合部的出让土地收入中，拿出一部分来平衡，以此覆盖旧城改造成本。题内损失题外补，政府看起来是吃了点小亏，但整个投资环境好了，工商经济发展了，实体经济和房地产之间平衡了，最终这个城市会长期健康发展。

（二）金融

第一，坚决守住开发商自有资金拿地这条底线。任何开发商拿地的钱必须是自有资金，这个规定早已有之。一般地，开发商搞房地产，资本金和社会融资比例大体上应该1：3。现在，全国房地产平均融通量多少？保守估计1：9，有的开发商可能达1：50。1：9是怎么来的呢？拿地的钱三七开，如果一块地10亿元，自己出3亿元，另外7亿元从金融机构借来，然后把这块地抵押给银行至少贷款六七亿元，造好房子后预售又把按揭贷款拿过来。这个过程中，如果这块地三年

后涨到20亿元，开发商就可以拿到15亿元的抵押贷款。最终，整个开发流程中的融资就可以加杠杆到1：9。“地王”不断出现的背后，不仅是土地短缺、拍卖机制的问题，还和无限透支金融有关，比的是开发商的资金融通能力。所以，只要做到一切买地的钱统统不许借债，有了这道防火墙，现在M2中大量的资金就不能进入到房地产了。一切参加土地拍卖的开发商，第一要核查的是它的资金血统，只要是借来的，就不能参与拍卖活动。这么一来，土地的恶性竞争，“地王”现象就一定会消灭掉一大半。

第二，坚决防止开发商多账户借款。开发商在开发过程中发债券、银行贷款，算比较规范的，但有时候又是私募基金，私募基金好像是股权，但形股实债，有时候还把理财资金、高利贷弄来。一个开发商如果有30%的资本金是清晰的，70%的贷款基本上是银行、信托、债券市场来的，那还过得去。如果一个开发商涉及几十上百家金融机构的债务，各种高利贷、中利贷占到全部融资的50%以上，这时就要加强监管，不是政府管头管脚管到你肠胃里来，而是你的账户一目了然就是处于危机状态。对这种开发商的开发运行必须提高警惕，看有没有高息揽储、有没有“一女二嫁”卖房子等违规行为。

第三，认真管好住房按揭贷款。对房地产信贷市场调控最直接、最有效的办法是，合理设定首付与按揭之间的杠杆比。如果这一比例过高，比如零首付，会造成房地产泡沫，引发系统性金融风险；过低，比如零按揭，会使得老百姓买房困难，宏观上也会导致楼市低迷，制约房地产市场发展。因此，要根据不同需求层次和房价走势，实施差别化按揭制度：比如首套房二八开、三七开，二套房五五开或四六开，三套房必须全款购买，这个比例必须把握好。做到这一点，就涉及老百姓贷款情况和收入核定问题。美国的银行数量倍于我们，大体有3000多家，但美国并不是每个商业银行都搞按揭贷款，其中房利美、房地美、联邦住房贷款银行、国民抵押贷款协会等房贷金融机构占到全部住房贷款的70%以上，这样老百姓按揭贷款情况一目了然。在我国，任何银行都可以搞按揭贷款，一个客户可以在重庆工商银行按揭买房，又跑到上海建设银行按揭，还可以到海南招商银行按揭，只要短期还得了账，三个银行都会把他当成优质客户，而不会主

动到其他银行核查贷款情况。银行给信贷员下任务、定奖惩，也是唯客户数量，比如某个信贷员去年积存了300个按揭客户，今年增加一个奖200元；到期还了款，客户总量少一个则罚300元。总体来看，我们的银行对老百姓按揭贷款的管理是比较粗放的。收入证明上，美国、欧洲是查税单或工资单，这个不能造假，以此来核定你的按揭贷款额度。我们国家是单位出具收入证明，往往出现企业做顺水人情开假证明，更有甚者，银行直接以假图章帮助客户造假。这方面，还需要加强基础性制度建设，否则就难以管住。

（三）税收

第一，形成高端有遏制、中端有鼓励、低端有保障的差别化税率体系。高端有遏制，就是对别墅这样的高档住宅，要实行有差别的税收政策，如果普通商品房的税率1%，那么别墅就要考虑收5%，如果三五年卖掉，交易税可以再升到8%。香港就是不断递增印花税税率，加到没人敢炒房。中端有鼓励，就是让一般老百姓买得起自住房，比如首套房按揭贷款的钱可以抵扣个人所得税。今后税制改革应采取按揭贷款自住普通商品房抵扣所得税这类政策。这是全球通行的房产税政策。低端有保障，就是不仅不收税，政府还帮助建好公租房，用低价格保障老百姓住有所居。

第二，适时征收房产税或物业税。这样做有四大好处。一是健全税制。在欧美国家，直接税往往占总税收的40%。中国普遍是间接税，缺少直接税，物业税是持有环节的直接税，这符合国际经验。二是有效遏制投机性炒房。以1%税率来计算房产税，一套200万元的房子即使十年翻番到400万元，账面上是赚了200万元，但升值过程中的房产税，加上买卖过程缴纳的契税、增值税等，再考虑资金的终值系数，投机炒房的动机会大大降低。三是由于持有环节成本提高，有助于优化资源配置，繁荣房屋租赁市场。四是对全社会住房观念、房地产理念和房屋领域的认识都会带来巨大调整。总体上，房产税应包括五个要点：（1）对各种房子存量、增量一网打尽，增量、存量一起收；（2）根据房屋升值额度计税，如果1%的税率，价值100万元的房屋就征收1万元，升值到500万元税额就涨到5万元；（3）越高

档的房屋持有成本越高，税率也要相对提高；（4）低端的、中端的房屋要有抵扣项，使得全社会70%—80%的中低端房屋的交税压力不大；（5）房产税实施后，已批租土地70年到期后可不再二次缴纳土地出让金，实现制度的有序接替。这五条是房产税应考虑的基本原则。

第三，研究征收土地增值税。党的十八届三中全会提出，允许农村集体建设性用地出让、租赁、入股，实行与国有土地同等入市、同权同价。落实这一改革措施，相关的税收政策需跟进。比如，一亩农村集体建设性用地拍出500万元，怎么实现的呢？这不仅是征地成本决定的，还与配套的社会资源和投入紧密有关。国有土地出让收入，扣除征地动迁成本后，是拿去修地铁、学校等公共基础设施的。农村集体建设性用地拍出后，全部归农民和集体经济组织，显然是不合理的。另外，对于不同区位的地块，由于使用目的的不同，有的搞金融商贸设施，有的搞学校文化设施，它们的价格是不一样的，一个拍出每亩500万元，一个拍出每亩50万元，对两个地方的农民和集体经济组织，也是不公平的。在欧美国家和我国台湾地区，都要征收土地增值税，扣除成本后，增值50%以内收40%的税，增值50%—100%收50%的税，增值100%以上收60%的税。现在，我国土地增值税法还未出台，土地增值税的暂行条例虽然1993年已颁布，但农村集体建设用地与城市国有土地同地同权同价拍卖后，如何收增值税并未明确，这导致税收上缺少房地产土地资源类的税种。

（四）租赁市场

我国住房的租赁体系，可以分为公租房和商品租赁房两大类。

第一，完善政府公租房体系。习近平总书记曾就加快推进我国住房保障和供应体系建设强调指出，到2015年，以公租房为主体的保障性住房覆盖面要达到20%左右。落实好这个要求，不仅可以充分彰显房地产的公共产品属性，让城市困难家庭基本住房需求有了保障。而且，如果我们能把公租房配置好，必然会带动开发商和各类业主的商品租赁房体系的发展，整个住房供给系统就会比较平衡。这几年，全

国各地都造了一批公租房。总的来说，公租房建设应把握好五个要点。（1）总量上，大体按照覆盖20%的城市人口，人均20平方米来配套，100万人口的城市建400万平方米就够了。（2）服务对象包括进城农民工、新生代大中专毕业生和城市住房困难户，这些对象特征明显，核定容易。（3）同步配套医院、学校、派出所、居委会等公共服务设施和机构，一步到位。（4）集聚区布局合理，公租房与商品房大体形成1：3搭配，学校、医院等公共设施共享，不能把公租房变成贫民窟。（5）合理收取物业费，一般定价为同地段商品房的50%—60%，租金占低收入家庭年收入的六分之一左右。比如，一套50平方米的公租房，租金每平方米15元，月租金需750元，一般城市较低收入的群体，一对夫妻月收入有5000多元，就不会有太大的租房压力。对政府而言，公租房是不动产，商品房价格上涨，公租房租金也会上涨，建设成本是能够平衡好的。通常，公租房60%左右建设成本是贷款，租金可以把贷款利息平衡掉。像新加坡那样，5年以上的公租房，租户还可以买过去，变成共有产权房。如果这个共有产权房要出售，只能按照市场价格售卖给保障房管理部门，政府再出租给新的保障对象。如此循环往复，就能够持之以恒地做下去。

第二，培育商品房租赁市场。对于开发商持有房屋出租，重要的不是开发商不愿意持有，而是开发商主要依靠融资的开发模式，决定了它做不了持有房子的出租者。试想，1：9的融资，有些甚至是半高利贷，房子造好后，利息滚上去，开发商就必须尽快把房子卖掉，以回笼资金偿还贷款。从这个角度讲，开发商并不是不想持有房产搞租赁，而是受制于1：9的融资结构不得不放弃。中国商品房租赁太少，很大原因和开发商资本结构有关。从这个意义上讲，政府首先应让开发商进入1：3的融资结构，提高开发商的准入门槛，让有资本金实力的开发商参与土地批租，不仅有利于遏制炒地现象，还有助于商品房租赁市场的发展。此外，对搞长期商品房租赁的开发商，要形成一套激励政策，包括承租人可以使用住房公积金付租，交易税、契税、个人所得税抵扣率更高，等等。对老百姓二套房出租，也应该有鼓励政策。同时，从法律上保证租房居民与产权房居民在教育、医疗、户籍等方面享有同等待遇，等等。只有建立起系统化的制度体系，我国房屋租赁市场才可能有大的发展。

（五）地票制度

我国人口多，人均耕地不足世界水平的一半。在这种背景下，我们要做好两件事：一方面，要十分珍惜国家给的土地指标，加强土地节约、集约利用。与此同时，要探索建立农民进城后退出农村宅基地和建设用地的新机制。在过去一两百年大规模城市化进程中，全世界的一个普遍现象是，各个国家和地区耕地不但没减少反而有所增加。这是为什么呢？原因在于在农村，由于居住分散，人均建设用地250—300平方米；在城市，比较集约和节约，人均用地100平方米左右。一个农民进城，从理论上讲，可以节约100多平方米的建设用地，若把它复垦，耕地必然增加。但中国农民由于“两头占地”，农村的宅基地和建设用地没退出，城市又为其匹配了建设用地，所以全国耕地总量不断减少。

怎么解决这个问题呢？地票制度是一个方法。地票设计要遵循三个原则：一是要体现农村土地是集体的公有制性质；二是农民是农村改革的主体，要保护好他们的利益；三是农村土地要严格实行用途管制，城乡之间地票的交易对象是建设用地，不涉及任何耕地。按照这三条原则，经中央批准，重庆开展了地票交易探索。所谓地票，就是指将闲置的农民宅基地及其附属设施用地、乡镇企业用地、农村公益公共设施用地等农村建设用地，复垦为耕地而产生的建设用地指标。它作为土交所交易的主要标的物，具有与国家下达的年度新增建设用地计划指标、占补平衡指标相同的功能，可在重庆市域内凭票将符合土地利用总体规划、城乡总体规划的农用地，按照法定程序征转为国有建设用地。地票的形成和使用有四个基本环节：一是复垦；二是验收；三是交易；四是使用。通过这个过程，农民进城了，农村闲置的宅基地和建设性用地变成耕地，被开发的城郊接合部的耕地面积小于农村复垦的耕地面积，最后全国耕地总面积就增加了。

一方面，地票制度具有反哺“三农”的鲜明特色。主要体现在以下几个方面。第一，落实了最严格的耕地保护制度。地票制度将用地模式由“先占后补”变为“先补后占”，避免了过去占多补少甚至只占不补的现象。而且，经过几千年农耕文明，我国可垦土地已经基本开发完

了，耕地后备资源匮乏，为了完成占补平衡指标，有的地方开垦25度以上的坡地林地，还有的甚至把弯弯的河道拉直，把湾滩变粮田，不仅破坏生态，所得耕地质量也令人担忧，几年后又不得不退耕还林。“地票”就解决了耕地复垦的后备资源不足问题。由于农村闲置的住宅、废弃的学校、乡镇企业等所处的地方大多地势平坦、水源充足，复垦后既无破坏生态之忧，也能保证补充耕地的质量。第二，打破了土地资源配置的空间局限。地票作为一种虚拟的标准化交易品，具有虚拟性、票据性，也有很强的辐射性，通过土交所实现交易，可以让身处千里之外偏远地区的农民享受到大城市近郊的级差地租。第三，赋予农民更多财产权利。增加农民收入，关键是提高农民财产性收入。重庆每亩地票均价20万元左右，扣除2万多元的复垦成本，净收益大体18万元。这笔钱按15%：85%的比例分配给集体经济组织和农户，每亩地农民能拿到15万元左右，是一笔很大的财产性收入。同时，地票作为有价证券，可用作融资质押物，为农房贷款的资产抵押评估提供现实参照系，从而解决农民信用不足的问题。第四，支持了新农村建设。危旧房改造、易地扶贫搬迁历来是新农村建设的难题，主要的原因就是农民手里缺钱。实践中，重庆把农村闲置宅基地复垦与农村危旧房改造、地质灾害避险搬迁、高山生态扶贫搬迁等工作有机结合、共同推进，达到了“一票”带“三房”的效果。第五，推动了农业转移人口融入城市。通过土地复垦和地票交易，农民工进城有了“安家费”，相应的养老、住房、医疗、子女教育及家具购置等问题，都能很好地解决，无疑可以让转户居民更好地融入城市。

另一方面，地票制度可对城市房地产调控特别是土地供应发挥重要作用。刚才讲到，近几年，国家逐步控制新增建设用地计划指标，在建设用地配置使用上又主要供给基础设施、公共服务设施和工矿仓储用地，房地产用地供给不足。地票制度可以相当程度上解决这一难题，因为地票制度形成的土地指标，是市场化指标，可以等效于国家用地指标，专门提供给开发商用于房地产开发时的征地需求，从而弥补房地产开发用地不足的矛盾。拿重庆来讲，近几年，国家下达重庆的建设用地指标在16—17万亩。实际使用中，重庆优先保证基础设施和民生项目用地，合理保障工矿仓储用地，能够用于房地产的土地极其有限，也只有10%，近2万亩。不过，由于有了地票制度，每年可

市场化供地2万多亩，很好地补充了住房建设所需用地。重庆包括万州、涪陵在内的二三十个中小城市实力相对较弱，城市开发的过程都是用国家下达的新增建设用地指标，主城区作为近千万人口的特大城市，每年2万多亩房地产开发批租指标，基本上全部来自地票交易。这就相当于重庆房地产开发的土地指标多了一倍，土地供应量增加了一倍，房地产调控能力就大大增强。重庆的这项探索，目前已被纳入国家《深化农村改革综合性实施方案》予以推广。

以上这五个方面的制度化安排，按照中央的要求，把四梁八柱搭建好，形成供给侧结构性改革的长效机制，以后再逐步形成法律法规。我国应该有《房地产税法》，应该有《住房法》，应该有《房屋租赁法》，将一些基础性制度和长效机制固化下来。我相信，只要按照中央要求，各有关方面靶向施策、精准发力，打好调控组合拳，中国房地产市场一定会实现持续健康发展，人民群众的获得感和幸福感一定会越来越强。

答／学／生／问

提问：

黄教授，您好，我想提一个关于房地产方面的问题。我们都知道中国的商品房住房改革的制度首先落地其实就是在浦东，您在主政重庆期间地票制度稳定了重庆的房价，而中国房地产税试点了两个城市，恰恰就是上海和重庆。其实房地产市场发展到今天有很多我们作为从业者也很感到担忧和迷惑的地方。您从管理者角度来看，中国房地产还有哪些制度性的措施可以出台来让整个市场更加健康地发展？

黄奇帆教授：

其实这上面的结论习近平总书记在2016年就明确说了，他既说了房子是用来住的，不应该大炒特炒，又说了解决这件事的办法是要有长效机制。有五个方面的长效机制：一是金融；二是土地；三是财税；四是投资；五是立法。

关键是现在还没有把总书记这五条措施落实到位。比如金融调控，在房地产的金融里面就是三句话，只要这三句话管住，一切就管住，金融就是干这三件事。第一，老百姓买房的金融无非就是按揭贷款，首套房二八或三七开，二套房对半开或六四开，三套房100%自己拿钱，没有任何贷款，没有任何杠杆。如果自己真有钱，你买十套房，反正我不给你杠杆，出不了事的。而他的成本极高，因为房地产的保值增值，假如说是贷款情况下，我贷了80万元，首付20万元，如果房价涨一倍，对20万元的首付来说几乎是涨了10倍，因为100万元变200万元，就是这个概念。200万元去掉80万元的贷款部分变成了120万元，那么就涨了6倍，也就是杠杆产生巨额的财富效应。如果100%的话，过了五六年真涨了一倍，也就是资本金涨一倍，资本金放在银行里利息五六年也能涨50%出来，放到基金里面五六年也许会翻一番，所以干这个事情的人不会太多，除非他是搞租赁的老板。对居民

管理就控制这三点。

第二，对于房产商买地，就是控制买地，任何房产商买地的钱必须100%自有资金，这个资金验证就验到了，你来招投标，不准跟银行贷款，不准跟信托借钱，不准跟小贷借钱，不准有杠杆，因为房产商买地的钱如果花了10亿元，他把这10亿元的地抵押就产生八九亿元，就可以把房子建到封顶。然后他已经可以卖楼花了，按揭贷款，老百姓的钱进来，半年一年就把房子造好，意思就是房产商的钱是买地的钱，是自有资本，百分之六七十造房子销售过程的钱全是融资，全是杠杆，如果买地的钱也是杠杆，那房地产是1：100的杠杆比，但我们恰恰这件事情没管住。比如说楼面地价3000元炒到3万元，他心疼的，没有人这么拼命的。但是为什么借银行的钱敢拼命呢？反正不是自己的钱就买了，买下来以后地价一涨，银行钱一还，中间还能赚钱。所以第二个杠杆就是管住这一摊。

第三，管住企业买房，现在有五个限，就是没限住企业，不信你把一个城市100套高档房卖掉，你查一下，是谁在买房？可能有三分之一甚至40%是企业买房。现在工商注册登记用1块钱就能注册公司，注册以后用公司名义买，五个限都不限，公司买了房以后，公司把房子一押，抵押贷款，资金又来了，最后转了一个弯又要出毛病了。就是公司消费房产也是要管的，这个要怎么管呢？消费房产是为了自己住房子还是为了办公，还是为了什么，这也是分得清的。也就是说，要避免装糊涂，好像在管，然后100个公司，其实100个公司连个体户都不是，就是100个公民。

所以高档房的房产税、物业税或其他的税就要高一点，保障性的房有扶持，中低等的房有支持，高档的房有遏制，也就是要分类。大家讲到房产税，不管是我国台湾，还是美国，如果你是别墅、很高档的公寓，1万、2万、3万美元每平方米的房子，那个房产税都是3%—5%，很高的。买得起房，交税都交不起的。但是老百姓保障性住房，一般的就业人群的房，物业税或者房产税0.2%—0.5%，本身房子价值不高，收得也不多，还可以根据

他的收入各方面抵扣，最后房产税收税就不会对大家有很大压力。反过来对高档的或者买了十套八套在炒房的，炒房也不出租，就是空房子等涨价再卖，房地产税对他们肯定是有压力的。

第四，土地调控。首先房产需要用的地是要供应够，现在总量不小，但是结构不合理。一个城市可开发用地假如是1000平方千米，按照国际惯例应该是有1000万人，那么400平方千米是住房，工业用地有200平方千米，如果1平方千米有150亿—200亿元，那么200平方千米就有三四万亿元工业产值。然后是公园、绿化设施、学校，等等。我们现在工业用地一般会占到30%—40%，达到300—400平方千米，企业产出率却不高，很多城市都是这个状态。基础设施、公共设施又占掉40%多一点，最后住房用地，就是老百姓住房的居住面积跟这个城市1000平方千米来说，可能只有10%—15%，那么土地一紧张土地价格就高。土地价格往往是房产的三分之一，地价是1万元，房价就是3万元。在这个意义上土地供应应该供得多一点。人均100平方米，因为一个人一般在城里面用100平方米，其中40平方米是归这个人的居住所用，这里包括小区里的道路绿化等公摊的，那么整个城市是平衡的，不会出什么问题，所以土地供应要结构合理，就是这个概念。

此外，还有法律的措施，还有投资量的调控措施，即不要出现一个地方一年固定资产投资是1000亿元，房地产投资占了600亿元，这个地方肯定到后来就是泡沫，变成了“空城”“鬼城”。如果这个地方投资是1000亿元，房地产50亿元都没有，那么就会造成房地产短缺，也会造成房地产价格上升。我刚才说的金融上的所有事都应该是金融学里最常规的常识，不需要特别地整天想出奇奇怪怪的语言，按常识做，就能解决生活、工作、发展中的许许多多问题。

未来十年我国房地产业发展的结构性趋势及房产企业运行和地方政府管控方式的转变

2019年12月16日

摘要：中国今后十几年新房的销售交易量因城市化率增长放慢、旧城改造总量减少、人均住房面积基本平衡三大原因，会有一个比较大的下降。总量降低后，中国房地产建设的重点会聚集在省会城市及同等级区域性中心城市、都市圈中的中小城市和城市群中的大中型城市这三个热点地区。房价总体趋于稳定，既不会大涨，也不会大跌，房价的平均增长率将低于或等于GDP的增长率。房地产开发企业会有一个大幅度减量萎缩的过程，很可能会减少三分之二以上。房产商的高债务经营模式必然会有较大的改变，房产商租赁、长期持有的比例会逐渐增加，负债率会从80%降到50%以下，在40%—50%之间。政府注重六个方面的调控—— 推动住房双轨制体系建设、控制住“三个”总量、管控好买房家庭的按揭杠杆、管住政府卖地的地价、管控好房产商买地不能负债、管好房地产投资占城市固定投资的比例。

2017年，我曾经在复旦大学也讲过一次关于房地产的内容，那次讲的重点主题是中国过去20年房地产发展中存在的十大问题和下一步改革建立体制机制五个方面的措施，是讲历史性的二三十年进程中一些大的情况。我今天讲的重点主题则是未来十年的发展趋势，讲的是总体的、内在的趋势，长效的、长期的、基本面的、基础性的趋势，讲的是供给侧的结构性趋势，体现在房地产六个方面跟供给侧有关的、跟基本面有关的一些发展情况、趋势和判断。

第一，中国房地产的市场规模，今后十几年每年新房的销售交易量会有一个比较大的下降，这个变化就是从这几年的顶点到了拐点开

始往下，是趋势性的总量缩减。我们要回顾一下中国房地产这20年的总量是怎么增长的。在1998年和1999年的时候，中国房地产一年新建房的交易销售量实际上刚刚达到1亿平方米。在1990年之前，中国是没有商品房交易的，那时候一年就是1000多万平方米。从1990年后开始有了房地产业，启动了开发商土地批租、老百姓可以抵押贷款买房、按揭贷款买房等市场化改革，到1998年和1999年的时候达到了1亿平方米。随后十年，从1998年到2008年，这十年里平均涨了6倍，有的城市实际上涨到8倍以上，十年翻三番。2007年，销售量本来已经到了差不多7亿平方米，2008年全球金融危机发生了，在这个冲击下，中国的房产交易量也下降了，萎缩到6亿平方米。后来又过了5年，到了2012年前后，房地产的交易量翻了一番，从6亿平方米增长到12亿平方米。从2012年到2018年，又增加了5亿平方米。总之在过去的20年，中国房地产每年的新房销售交易量差不多从1亿平方米增长到17亿平方米，翻了四番多。那么今后的十几年会怎么走，是保持现状每年17亿平方米，维持十多年，还是继续每5年、10年还要翻一番，17亿平方米变成30亿平方米、34亿平方米？我的判断是今后十几年，中国每年的房地产新房的交易量不仅不会继续增长翻番，还会每年小比例地有所萎缩，或者零增长，或者负增长。十几年以后，每年房地产的新房销售交易量可能下降到10亿平方米以内，大体上减少40%的总量。

中国房地产业在过去20年房地产交易总量翻了四番有四大原因。一是城市化。中国城市人口在增加。在过去20年里，中国城市化率上升了近26个百分点，这是城市化过程中城市人口的扩张，不仅是农民工进城市，还包括小城市的人到中城市、大城市、超大城市，人口在城市之间迁徙。总之，城市人口的大幅度增长，城市规模的扩大带动了房地产业的增长。二是旧城拆迁改造。在城市扩大的时候往往为了交通道路建设、商务集聚区的建设，为了把城市功能重新组合，而拆除一些工厂区、住宅区，建设一些商务集聚区、文化娱乐集聚区。各种因规划功能布局调整而进行的城市改造，也能产生较大的新房建设销售交易量。三是住房拆旧改造。中国人造房子，50年前的时候，农村是土坯房，城市是砖瓦房。20世纪80年代以后，农村是砖瓦房，城市开始建造钢筋混凝土住房。土坯房一般不会超过10年就会垮塌，需

要重新造；砖瓦房一般15年到20年要重建。最初造的钢筋混凝土住房，由于水泥质量差、钢筋质量差、建筑结构差，到了二十多年、30年基本上也要拆了重建。所以旧城改造中的危房改造有很多，这也是原因之一。四是人均住房面积增加。原来城镇人均住房面积5平方米、10平方米、20平方米。1990年，中国人均住房面积只有6平方米；到2000年，城市人均住房面积也仅十几平方米，现在城市人均住房面积已近50平方米。人均住房面积偏小，也会产生改善性的购房需求。

以上四方面因素在今后十几年会逐渐淡出。一是城市化率增长放慢。在未来十几年将从现在的60%大致涨到70%，总之，城市化率的上升面临天花板现象，城市人口增速放缓，还要每年增长10%、20%是不可能的，城市的人口红利也会淡出。二是旧城改造总量减少。经过20年的城市改造，旧城改造大拆大建的状况会逐步淡出，总量会大规模减少。三是人均住房面积基本不增加。当前我国人均住房面积已经达到近50平方米，困难家庭住房结构性改善的要求逐渐降到较低水平。尽管还会有，但只是局部结构性的，而不是总体性的人均住房不够。四是住房质量提高。2012年，住建部下发了一个关于住宅和写字楼等各种商品性房屋的建筑质量标准，把原来中国住宅商品房30年左右的安全标准提升到了至少70年，甚至100年。这意味着从2010年以后，新建造的各种城市商品房，理论上符合质量要求的话，可以使用70年到100年，这也就是说老城市的折旧改造量会大量减少。假设这个城市有10亿平方米的房子，如果按30年计算，那么每年会折旧三十分之一，差不多3000万平方米要拆了重造。现在如果变成了100年，每年的折旧平均也就变成1000万平方米了。从以上这四个趋势来说，在今后十几年的长周期里，中国房地产每年铺天盖地的十六七亿平方米的新房竣工销售交易量的时代结束了。2018年比2017年只增加了1.8%就是一个信号。因为刚才说了从1998年到2008年，每年增长25%左右，三年能够翻一番，十年翻了三番。2008年到2012年期间，每年增长15%左右，五六年翻一番。2012年到2018年，大体上维持在6%—7%的区间，增幅进一步下降，2018年增长率是1.8%。我讲这段话的意思是，今后十几年的房地产业发展趋势，不会是17亿平方米、18亿平方米、20亿平方米、30亿平方米，而是逐渐萎缩，当

然这个萎缩不会在一年里面大规模萎缩20%、30%，大体上有十几年的过程，每年往下降。十几年后产生的销售量下降到10亿平方米以下。

第二，总量萎缩后，中国房地产建设的热点、重点地区在哪里？将集中在三大热点地区。过去十几年，不管是沿海发达地区，还是中西部地区；不管是大城市、中城市，还是小城市、区县城市，总之是全面开发，四面开花，到处都是房地产，是个全民造房运动的时代。从现在开始，往后的十几年，房地产不会出现四面开发，东西南北中全面发热的状态，但是房地产还会有热点。我们说的总量一年17亿平方米，以后可能变为一年15亿平方米、12亿平方米。这个建设量、生产量主要体现在三个热点地方。一个是中心城市。所谓中心城市，除了省会城市之外也包括一些同等级别的区域性中心城市。比如山东省除省会城市济南外，也有区域中心城市青岛；广东除了省会城市广州之外，还有同等级中心城市深圳。第二个就是大都市圈。超级大城市辐射会形成城市圈，城市圈里的那些中小城市会成为房地产发展热点。第三个热点地区是城市群。城市群里的大中型城市往往也会是今后十几年房地产开发的热点。我们国家人口在50万以下的城市叫小城市，50万—100万的叫中型城市，100万—500万的是大型城市，500万—1000万的叫特大型城市，1000万以上的叫超级大城市。

一是聚焦在省会城市、中心城市。省会城市里有一批已经过了1000万人口的超级大城市，比如郑州、济南、杭州、南京、合肥、武汉、成都、西安，有些还会向1500万、2000万发展。有些省会城市现在是500万、600万，以后可能往1000万的方向走。这里面有一个什么动力呢？中国各个省的省会城市大体上发展规律都会遵循“一二三四”的逻辑。所谓“一二三四”，就是这个省会城市往往占有这个省土地面积的10%不到，一般是5%—10%；但是它的人口一般会等于这个省总人口的20%；它的GDP有可能达到这个省总GDP的30%；它的服务业，不论是学校、医院、文化等政府主导的公共服务，还是金融、商业、旅游等市场化的服务业，一般会占到这个省总量的40%。比如郑州现在是1000万人口，1万亿元的GDP，9个三甲医院，30多万名大专院校在校生，尽管有一定的规模，但是与河南省省会城市应

有的“一二三四”功能相差甚远。河南省有1亿人口，郑州目前只有1000万人口。作为省会城市，应承担全省20%的人口，所以十几年、20年以后郑州发展成2000万人口一点不用惊讶。同样的道理，郑州的GDP现在到了1万亿元，整个河南5万亿元，它贡献了20%，如果要30%的话应该是1.5万亿元，还相差甚远。对于服务业，一个地方每100万人应该有一个三甲医院，如果河南省1亿人口要有100个的话，郑州就应该有40个，它现在才9个三甲医院，每造一个三甲医院投资20多亿元，产生的营业额也是20多亿元，作为服务业，营业额对增加值贡献比率在80%以上。所以一个三甲医院的20多亿元营业额差不多有16亿元的GDP，用600亿元造30个医院产生的GDP增量可能比花1000亿元投资工业的GDP贡献量还大，并且还解决老百姓的问题。中心城市要靠服务业，要靠人口的增长，当然也就会产生经济规模的发展，形成一个新的循环。从这个意义上讲，大家可以关注现在近十个人口超过1000万的国家级超级大城市，根据这些省总的经济人口规模去算一下，它们都有十几年以后人口增长500万以上的可能。只要人口增长了，城市住宅房地产就会跟上去。所以我刚才说的大都市、超级大城市，人口在1000万—2000万之间的有一批城市还会扩张，过了2000万的，可能上面要封顶，但是在1000万—2000万之间的不会封顶，会形成它的趋势。

二是聚焦在大都市圈。如果已经是人口2000万以上的超级大城市，这个超级大城市自身的核心圈已经密密麻麻地碰了天花板了，它的发展集中表现在它辐射的大都市圈。大都市圈不是一个行政范围，而是它的经济辐射范围，大都市圈的辐射范围一般会有1.5万—2万平方千米。大体上50—70千米的半径绕一个圈就构成大都市圈，这个大都市圈里会有一些中小城市，这些中小城市单独发展一般不构成热点，但是，一旦进入大都市圈，这些中小城市就会加快发展。

三是聚焦在城市群。以超级大城市为中心的城市群，一般是四五百千米的半径范围内的城市构成城市群。相隔太远的城市之间不构成城市群，比如上海和天津没有城市群的关系，但是上海、南京、杭州、苏州构成了长三角的城市群。城市群里的大中城市会加快发展、会互动、会优化资源配置。所以今后十几年房地产开发交易年度的规

模不会翻番，20年以后回头看，17亿平方米就是一个高点，我不相信今后会有一年27亿平方米、25亿平方米的交易量，17亿平方米就是一个拐点，以后逐渐变成15亿平方米、12亿平方米、10亿平方米一年。在今后的十几年，房地产开发不再是四处开花，而会相对集聚在省会城市及同等级区域性中心城市、都市圈中的中小城市和城市群中的大中型城市三个热点地区。

第三，关于房价问题的判断，大家很关心。今后十几年，房价趋于稳定，既不会大涨，也不会大跌，房价的平均增长率将低于等于GDP的增长率。全国城市新开发房屋的平均交易价格1998年是每平方米2000元，2018年全国平均上涨到了8800元，大账上说的是翻了两番。这是东中西全国城市房屋开发每平方米的均价，10年翻一番，20年翻两番。如果当地比当地，那么不管是东部，还是西部，都翻了三番以上。比如重庆，2000年主城房价平均每平方米1000多元，2017年到了9000元，翻了三番多。热点城市，比如北京、上海、深圳、广州、南京、杭州，房价基本上翻了三番，涨了8倍，有的特别热的房子甚至涨了10倍以上。总的来说，特别热的城市家庭收入30年、40年不吃不喝买不了一套房，房价收入比是很高的，与世界比较来说是最高的。但是就全国而言，我们的房价收入比现在是9倍多，沿海地区的热点城市到了三十几倍、40倍。美国、欧洲一般是4—5倍，就全国而言，我们比人家高了一倍。讲这段话的意思就是过去十几年，中国的房价跟房地产的开发量、生产量是相同的趋势，都是五年翻一番、十年翻两番、十七八年翻三番的状态。

支持这个状态的原因是什么呢？大体上有三条，任何通货膨胀、任何物价涨落总是跳不出这三个原因。

第一个原因就是商品的供求关系。供不应求会涨价，供过于求会跌价。我们可以说过去十几年、20年，中国房地产是供不应求的，人均住房面积从10平方米往20平方米、30平方米、40平方米的这个过程是短缺经济下的补短板的过程，所以强烈的改善需求支撑它越造越多。在越造越多的过程中还供不应求，就造成房价不断往上涨。

房价上升的第二个原因当然和货币有关，通货膨胀是货币现象。中国的M2从2004年、2005年开始，整整十几年都是两位数增长，百

分之十几，有若干年份甚至是百分之二十几的增长。我们的M2今年6月份到了190多万亿元，去年180多万亿元。而在2004年的时候，M2其实就是20多万亿元。也就是说，这个十几年，M2翻了三番，也涨了8倍。这个钱出来当然会影响社会经济。很幸运，被房地产吸收了一大块资金，房地产成了M2超出增长的一个吸收器、一个超级蓄水池，使得整个社会商品的物价指数增长平稳，但房价出现了每三年、每五年翻一番的现象，所以这些年房价上升，是通货膨胀的现象。

第三个原因就是一个国家房地产的价格也会受外部影响、受汇率影响、受成交购买力影响，当然也会受国际经济危机的冲击。比如美国房地产大涨的时候，美国经济好，当然也会拉动世界经济一起往上走；美国出现金融危机或者出现汇率大幅度的起伏，也会给中国市场带来冲击。中国经济增长的过程，也会吸引外资投资或购买中国的房地产。

讲这一段，我的意思就是说物价、房价是和这三个因素相关的，我们过去十几年房地产翻两番、翻三番的价格是和这三个现象综合在一起产生的。

根据这个观点预测未来，在房地产供求关系方面，尽管局部也还会有供不应求，但是总体来看，供不应求的时代结束了，已经进入到总量过剩的阶段。局部来看，某个发展热点，供不应求还会出现，但总体来看供不应求造成房价上升、推动房价上升的动力已经下降了。

从通货膨胀看，我国M2已经到了190万亿元，会不会今后十年M2再翻两番？不可能，这两年国家去杠杆、稳金融已经做到了让M2的增长率大体上等于GDP的增长率加物价指数，这几年的GDP增长率百分之六点几，物价指数加两个点，所以M2在2017年、2018年都是八点几，2019年1—6月份是8.5%，基本上是这样。M2如果是八点几的话，今后十几年，基本上是GDP增长率加物价指数，保持均衡的增长。如果中国的GDP今后十几年平均增长率大体在5%—6%，房地产价格的增长大体上不会超过M2的增长率，也不会超过GDP的增长率，一般会小于老百姓家庭收入的增长率。总之，中国的城市化还在发展过程中，城市化率还有10%增长空间。城市群、大都市圈、国家中心城市、超级大城市还在发展中，中国不存在房地产价格大幅下跌

的可能性。中国房价不会大幅度地往下坠落，没有这个经济基础；但也不会再产生过去十几年五年翻一番、十年翻两三番的那种历史性现象。今后十几年，房价会趋于平稳，既不会大跌，也不会大涨。

第四，今后十几年，中国房地产开发企业数量会减少三分之二以上。中国房地产有一个现象就是房地产商、房地产开发企业数量是世界之最。我给大家说一个数据，美国2018年50个州的工商登记里，注册房地产开发企业没有超过500个，二手房买卖中介不算，那是服务型的公司，我讲的是搞基本建设造房子、卖房子的企业，作为房产开发建设的这种企业整个美国没超过500个。你们知道中国有多少？根据2018年全国工商局的统计，在工商局注册登记的房地产开发商一共9.7万个，中国5亿多的城市户籍人口加3亿左右外来的农民工形成的常住人口，整个是8亿多。8亿多城市常住人口有9万多个房地产企业。这也是过去十几年房地产大发展带出来的一个热门的、另类的效应。

中国的房地产商有三大特征。第一，房地产企业杂、散、小。大到上万亿元规模，小到几百万元规模，各种各样杂七杂八的。第二，层层叠叠。比如一个大房地产公司在某个省注册以后，要到其他各个省去开发，它会在二三十个省的中心城市注册一个省级开发公司，然后这个公司到了各地市州，中国有400多个地市州，它如果都去搞开发，在400多个地市州又各注册一个公司，地市州的公司面对着2000多个区县，它在县委、县政府的激励下又会去注册一个公司。你在我这里注册公司，你的GDP、你的税收都算在我这里，地方政府也希望这么干，所以我们中国，最大的五家开发商，不管是万科还是万达，都有几百个子公司，这些子公司都是国内法人的子公司，所以层层叠叠。第三，空壳公司多。我看了一下数据，9万多个房产企业中，排名在前的15%大开发商在去年的开发，实际的施工、竣工、销售的面积，在17亿平方米里面它们可能占了85%。意思是什么呢？15%的企业解决了17亿平方米的85%，就是14亿多平方米，剩下的企业只干了那么2亿多平方米，有大量的空壳公司。空壳公司在不景气的时候是空壳，一到狂热的时候就出现乱集资、乱炒地、乱发展的现象，所以中国房地产商不仅仅是企业户数多、层层叠叠，更是杂七杂八的空壳

公司一大堆，这种现象是过去十几年粗放型发展的一个结果。

今后十几年，基于房地产业高质量转型要求和开发总量降低的趋势，房地产开发企业必然会有一个大幅度减量萎缩的过程。会减掉多少？我认为至少会减掉三分之二，十几年后中国房地产开发企业的法人数不会超过3万个，3万个可能还太多。

在房地产的整顿或者发展中，它会从三个方面上缩小。第一个，房产企业收缩。超大型的房产商会把自己二级、三级、四级的房地产公司收缩，可能会把房地产的投资集中到省会城市、大都市圈、城市群，特别是超级大城市中的人口从1000万向2000万发展的城市，它不会再在全国铺天盖地铺摊子地搞行政性的分布，它会在层次上收官，子、孙公司总量上萎缩。第二个，工商年检注销。过去这些年，由于入市的时候门槛很低，入市不久即成空壳公司，工商年检的时候，又不退市注销，这是我们以前工商登记的一种状态。今后，这方面的管理会加强，年检通不过的就注销，本来就空壳，没有业务量，三年没有税收、没有业务量、没有建设量的自然就取消了。第三个，房产企业转行。就是相当一部分房地产商在市场规模缩小，一些城市里房地产业务衰退的情况下，它会主动转行，不搞房地产了，搞别的事情去了，接着就是收购兼并等。这几方面是构成房地产开发企业数量大幅下降的重要原因。

第五，房地产开发商的总体负债率将大幅下降。中国房地产、房产商的负债率是世界之最。中国的房地产企业，我刚才说9万多个，9万多个房产商的总负债率2018年是84%。中国前十位的销售规模在1万亿元左右的房产商，它们的负债率也是在81%。整个中国房地产开发模式是大规模的基建、大规模的贷款，净资本极低，像贸易公司、流通公司一样在周转，运行的模式表现在土地批租、开发建设、销售预售三个环节都是高负债运行。

首先是买地的钱，基本不靠自有资金，而是靠贷款融资。买地的钱，银行信托在后面堆着，10亿元的地拍卖成20亿元，后面跟着的是银行的钱，所以开发商能把它炒上去，不受自己有没有钱的影响，于是就会把地价炒出翻一番，地价炒得越高，开发商原有的储备地价值也越高，资产信用就更高，所以开发商对地价炒高，有恃无恐。这是

一个现象，就是买地靠融资、靠贷款。

其次是造房子当然是靠融资借贷，靠开发贷。这个可以来自银行、来自信托，当然也可以来自发企业债，但债券还是一个债务。再次是房屋预售，一些信用差的小房产商，还会搞乱集资、借高利贷、搞售后回租，也就是把房子卖了以后回租，租赁出租费每年15%，相当于开发商向买房者高息揽储，借了一个高利贷，这样形成了开发贷。

第三是预售房。房子还没造好就收定金、卖预售房，就把老百姓客户的资金借来了。正是由于这样的一个运转关系就形成了百分之八十几的负债率，房产商往往还会把这种高负债率当作自己的一种经营成就，因为这里面银行贷款是正常利息的有息贷款；信托一般比银行利息高一倍，信托至少12%，甚至15%，乱集资的话17%、18%、20%。在这个情况下，房产商要怎么把这个资金链上的利息平衡呢？卖楼花、拿定金、预售是不付利息的；还有一种就是让别人给你施工，让施工单位招投标的时候必须带资施工，不给利息的。一个房产商可能负债里面有30%，甚至40%的钱是无息的债务，房产商觉得赚了便宜。所有这种运行在房地产正常、顺势向上、不会出现资金链断裂的时候，房产商会赚很多的钱。但是一旦逆周期发生，资金回笼不到位，资金链断了，高利息的负债会使他跳楼，所以有很多房地产商一到逆周期、经济下行、房产销售各方面困难的时候，就会出问题，资金链断裂情况就像地雷一样地一个个爆炸，这样的现象是必须解决掉的。

我们看全世界房地产商都不是这样的。香港房地产业算中国房地产业的发源地，但是香港房地产企业平均负债率一般在30%左右，它同样卖楼花，它同样跟银行贷款，但是它有更多的自有资本，自己赚的利润放在里面形成的净资产有60%—70%。香港房地产商跑到内地来，是不是负债率变得很高呢？没有，你们可以了解一下整个香港房产商在内地的房地产法人，一般负债率也就在40%，没有出现我们所讲的80%，那是企业文化、企业的制度、企业的规定。所以，内地的房地产商要改变自己的行为。

在今后的十几年，新常态下、新时代的房地产格局下，房地产企

业高负债情况会发生根本的转变。一是土地批租债务。买地的钱会得到管控，国家15年前就有制度，房产商买土地，土地批租的钱必须是自有资本，但是这十几年几乎都没有监管做到位。只要管控到位，一般炒地皮的钱不能让金融机构进入的话，土地批租的高负债率就会减少。二是预售规范。一般别墅或多层公寓不搞预售，十层以上的高层公寓可以预售，但必须是在房屋结构封顶、楼盘开始精装修时才能开始预售，而不是刚打了一根桩就开始卖楼花，这样就会让无息的资金、预售款、按揭贷款来买房的现象减少，房产商的债务率也会降低，透支的现象可以大大减少，对施工单位长期垫资的现象也会管制到位。三是经营模式转变。房地产开发从100%销售型开发转型为销售部分长租持有出租的模式时，也会出现资产负债率的降低。如果租赁型的企业不用资本的方式解决租赁，而是用长期贷款的高利息的方式来租赁，这边租赁的费用还不够还利息，资金链一断就会导致破产的。如果租赁的资产采用了资本的形式，用了资本的形式以后，长期出租，租金又以REITs的方式参与直接融资，这属于一种资本形态的运转，并且区别于商业银行贷款。这就解释了为什么香港有那么多的REITs企业。由此可见，中国房地产的高债务经营模式必然在今后十几年得到彻底的改变，负债率一定会从80%降到50%以下，在40%—50%之间。

第六，房地产企业的经营模式会发生变化。整个中国的房地产业在过去几十年里，就像大皮包公司一样不断买地造房。造了房子以后就紧赶慢赶地把自己20万、50万平方米的楼盘尽快脱手卖掉，非常快的流水。哪怕它都做好了，工程保质量，其实也很可怜。大家有时候觉得中国最富的人、最发横财的人就是房产商，认为房价涨了10倍，那么房产商不是富得流油了吗？其实我觉得这里面是一种想当然的误解。由于房产商像贸易公司一样快进快出、大周转的商务模式，一手进一手出，比如造了50万平方米，当时的造价每平方米成本是1万元，销售价格是1.2万元或1.3万元，扣掉一切成本有15%回报的话，可能已经是一个比较好的结果了。近十几年，要说中国房价涨了八倍也好，十倍也好，最高兴的是买下这200多亿平方米房子的老百姓们，差不多有一亿多户居民。不管你是5年前买的、10年前买的还是15年前买的，反正这些人都享受了这十几年房地产的发展，大家都很

高兴，尽管这个房子大家是自己住的，大部分买房者并没有把房产增值的钱套现，但算算账心里也高兴。

从这个角度，整个房产商的经营模式，造出多少、销掉多少，几乎是滚雪球一样在滚的。对房产商的运营模式来说，这其实是最笨的一种。但它之所以这么干，又是因为它白手起家，土地的钱也不是自己的，是借来的。造房的钱、开发的钱也是借来的。预售的周转资金也是从老百姓借来的，甚至还要拖欠工程款，还要拖欠买房人的钱。在这样的背景下，最好的房产商就是造好以后赶快回收，回收以后现金回流，还账，还完账转了一圈能够有10%、15%的利润就很高兴，他当然就无法去获得十年以上的超级利润。

在这件事上，李嘉诚让我印象很深。他1993年在浦东搞了一个别墅小区世纪雅园，因为是自有资金，所以2000年造好以后也不急着卖，先租10年，到2010年，世纪雅园的房子已经从2000年的每平方米1万元变成7万元，他就把租赁合同到期的房子全部收回，然后他又去每平方米花了一万多元装修一下，统统按照每平方米8万元卖掉，立马全部卖光。500套别墅他赚了许多钱。

当期造了就卖的商务模式不一定是一种好的模式，可能是高比例向银行或金融机构贷款，被倒逼还款的需要。美国人的房产商，基本上50%、60%的房产是自己持有，有30%、40%比例的房子造好了就卖掉，所以负债率本身是在40%左右。剩下50%、60%的房产就自己持有，持有以后就出租。出租三五十年，那么房价上升的好处就都归房产商所有了。但他出租以后也不会就把自己的本金全套在里面，既然出租就有租金，有租金就可以用REITs的方法，每年的租金来付REITs利息，然后有信托公司给你一笔资金。这个资金不是债务，而如果信托公司发一笔信托给你，那就是债务，而且是比银行利息高三到五个点的债务；但如果是REITs的话，就有点像是资产证券化一样，是以现金流作为抵押，比如你的房子值100亿美元，它把100亿美元资金给你。这100亿美元资金表现在你的账上，不是负债100亿美元，而是一个资产转换。所以这件事是合理的，可以做的。

今后中国的房产商租赁、长期持有的比例会逐渐增加。我认为，十年以后中国的房屋结构中会有50%左右是租赁的，50%左右是商品

销售产权房。50%的租赁里面会有20%是政府出资造的保障房、公租房，租赁给低收入群体。低收入群体只要交的租金能够支付政府保障房款的利息就可以了。政府可以把这个本金给信托公司搞一笔REITs，政府也不负债。REITs的利息就只要按照老百姓付的租赁款保证平衡就行。

出租以后，如果老百姓因为各种原因流动到别的城市去了，房子退出来就给新居民中的困难户，形成一个平衡。这个应该占20%以上。现在我们租赁的保障房只占5%，社会保障房的比例要增加到20%是需要的，还剩下30%是房产商的经营模块。也就是说剩下房屋里的30%是租赁房，50%还是保持现有的产权销售房。

这里说的都是新增的房，与存量房不相干。中国存量房百分之九十几都是自己的产权房。中国的住房私有化、家庭产权化的房屋的比例世界最高，比新加坡、美国、欧洲都要高。但是住房质量结构年份不同。有的房屋是新建的，有的房屋是陈旧的。居民结构性的调整还是会不断产生各种各样的需求的。

现在说的是新建住房，去年新建17亿平方米中90%多就是产权销售。今后十年，比如到2030年新建10亿平方米，有可能5亿多平方米是产权房，然后有2亿多平方米是商品租赁房，有2亿多平方米政府造的保障房等。这样比例就把它调过来了。或者按照我刚刚说的50%的房子是商品产权房，30%是商品租赁房，20%是政府保障房，大概按照这样的逻辑展开，开发商的租赁房都变成了不负债的房，开发商的负债率也会下来。

以上六个趋势性判断包含新房交易量、开发重点方向、房产价格、房地产企业总量、房地产企业负债、售租并举模式，涵盖了土地供给、企业供给、资本供给、货币供给等诸多内容。总的来说，供给侧的这些变化会影响到房地产业以及其他与之相关联环节的变化。这是因为供给侧的变化是根基型的、主干型的，它的变化会对房地产业各个方向产生显著的影响。习近平总书记多次强调：“房子是用来住的，不是用来炒的。”“房地产调控要综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，建立长效机制。”中国房地产的这六个趋势，正是我国房地产业实现高质量新型发展的必然结果，必将成为“新时代”的

一个“新常态”。

面对这样六个趋势，开发商的发展方式是否应当予以调整，融资方式和杠杆管控应该有怎样的变化呢？我们现在说的房产商规范的融资渠道一般有十六种，这十六种定义很明确。我在这里只是把标题列举一下，这应该是一个常识。

第一，应该有自有资金。

第二，应该有银行贷款。

第三，预售房款。老百姓按揭贷款交的预售房款，也是一种借款。

第四，建设单位的垫款。合同里就写上了，是开发商很聪明地利用了建设单位的资金为自己服务，是强行拖欠的，不合理的。

第五，房地产信托。

第六，可以上市融资。

第七，房产商品证券化。

第八，联合开发。让合作单位把钱一起给你打进来。

第九，开发商的贴息贷款，这相当于卖房信贷。开发商有意拿出10亿元，这10亿元是贴息贷款，引导老百姓买他的房子。你买我的房子100万元，你自己首付30万元，你另外70万元银行贷款，银行贷款里面我给你贴3个百分点。贴了以后，你看到这个贴息贷款肯定就来买我的房子，我的房子就很容易周转了。

第十，售后返租。房产商卖房子后又找户主租回来，房产商去做酒店式公寓出租，保证给户主10%、15%的高利息，对买房的人来说是一个刺激或者诱惑。理论上，在正常的循环里有合理性。但到后来就变成高息揽储，最后一堆坏账。

第十一，海外融资。海外融资利息比较低，一般是1%、2%的利息。借了外国的债券或者资金，一般就是2%、3%的利息。从这个角度，非常划得来。但如果遇到人民币汇率突然贬值，汇率上的损失带来的冲击可能比利息上的损失还大得多。那么这就看房产商的借款周

期了。

第十二，融资租赁。

第十三，私募股权。

第十四，债券融资。

第十五，房产商不是用它的企业融资而是用项目融资，用项目做担保来融资。

第十六，夹层融资。夹层融资既是股权又是债务。用股票市场的话就是债转股，里面有一个抽屉协议。

以上说的这十六种融资方式在合理的信用“度”里面，都是规范的金融杠杆工具，是一个正常的开发商脑子里该有的融通工具。如果做得好，房产商有信用的话，每一种都是良性的，是正当的工具，但在房地产商高杠杆运行、信用透支的情况下，在房地产商把事情做糟、资金链发生断裂的背景下，这十六种融资渠道每一种都会成为麻烦的来源，每一种都是“魔鬼”。

作为房产商，面对今后十年的房地产发展趋势，应该以什么样的运行方式，校正过去大规模发展、高杠杆举债的行为呢？至少有那么五条。

第一，房产商要改变四面出击、盲目扩张的发展战略。21世纪以来的这十几年，许多房产商都像打了鸡血一样，四面出击，往往到各个城市圈块地，砸款，最后五六个楼盘同时四面开花。这种四面开花、四面出击的搞法，最后的结果就是自顾不暇，管不过来，最后形成烂尾楼。这是一个问题。不要因为别人的邀请，或者没有经过自己深入的思考、调研、市场分析就到处布点。

第二，不要动辄去造三五百万平方米甚至1000万平方米的大楼盘。一个房产商造几百万平方米、1000万平方米，往往占地也十几平方千米或者20平方千米，实际上是在造一个城。政府管理一个城，有十几、二十几个委办局，涉及非常复杂的概念。你一个房产商圈了几十平方千米，认为这几十平方千米你什么事都摆得平，最后你就会因为各种环节中某一个环节没搞好而鸡飞蛋打。

第三，总体上不要高负债，不要拖欠工程款，特别不要去借高利贷。不要跟身边的职工借钱，房产商穷极无赖，把职工的钱都套来，还有高息揽储式的售后回租也要杜绝等。

第四，不要去做产能过剩、库存很大的事。人不要在危崖下过日子，不要在危岩滑坡的地方造房子，总之自己要找到一个生态。

第五，不要因为脚踩西瓜皮而滑向违法的深渊，不要以邻为壑，也不要粗制滥造造成安全事故。

我自己感觉，在这些新的趋势下，理性地想问题，房产商就应该有这么五个调整自己心态和行为方式的规则来自我约束。

同样的逻辑，面对今后十年房地产市场发展的这六大趋势，政府应当如何调控、管理房地产行业呢？就应按照习近平总书记说的房子是拿来住的，要建立房地产市场化、法治化的要求来调控。要建立房地产的市场化法制化的调控机制，要从金融、土地、财税、投资、立法五个方面来解决好房地产的调控问题。但大家在操作的时候，对什么叫做市场的、法治的或者税收的或者土地合理管理的具体逻辑如果不清晰的话，那拍脑袋一想还是行政手段最直截了当、简单明了，以至于限购、限贷、限卖、限价，带出许多歧义，这都不应当。

总之，对真正的有为政府来说，这一类行政性的限制，临时为之可以，但长远地把行政限制变成常态的话就是政府的手伸得太长。党中央的决定反复强调，市场是资源配置的决定性力量。政府要做好服务，不能把政府变成决定市场配置的力量，政府的手伸得太长，有时反而适得其反。

但政府怎么调控呢？我觉得有六件事、六个调控原则，政府只要把它做好了，做到位了，房地产业就一定能调控好。大道至简，这六条原则这些事其实很简单，只要讲清楚、负责任就能管好。

第一个原则，管好房地产投资占城市固定投资的比例。在地产发育期，房地产投资高潮时占比不超过25%，而在地产发展规模上了天花板进入平衡期，正常时控制在15%左右。房地产投资项目的土地规划、设计、开工建设一般都是需要政府批的。一个城市的总投资，房地产在任何时候也别超过25%。如果房地产高潮过了，已经进入正常

状态，每年折旧需要更新的投资占这个城市的总投资别超过15%。这是一个控制。这个控制不是去控制老百姓，而是控制开发商的开盘量、投资建设量。如果看着这个比例已经超过30%了，那政府就应该收束房地产商的开工建设量。

第二个原则，房产商买地不应负债，不能背着银行去批租土地。管住这个，炒地王的事情就被遏制了。地王的产生都是因为房产商背后有银行，所以政府的土地部门，只要资格审查的时候查定金从哪儿来，拍卖的时候资金从哪儿来，只要审查管住这个，就一定能管住地王现象的出现。而地王现象就是房价炒高的根本性原因，房价炒高的重要原因之一是政府没控制住地价，而地价控制不住的根本原因是开发商背着个银行，高杠杆批租土地。要管住房产商买地的钱口袋。

第三个原则，管住政府卖地的地价。一般来说房价是地价的三倍。如果地价每平方米卖到3万元，那房价就是每平方米9万元。政府只要在这个地方加以注意，假如这个地方现在的房子是每平方米3万元，如果楼面地价卖到1万元，批租以后这周围的房子不会涨价；但如果楼面地价卖成2万元了，人家一算账，地价2万元房价可能以后五六万元。那现在每平方米3万元的二手房闻风而涨。地价炒高了，政府的土地收入会增加，好像也是为老百姓谋福利的钱增加了，但整个社会房价一高，工商产业的营商环境就出问题，风气也会搞坏。管住楼面地价不要超过当期周围房产价格的三分之一。如果这地方原来是每平方米2万元，现在已经到了每平方米3万元，政府卖的楼面地价的三分之一就是1万元。总之，政府不能随意推高地价，这是第三个原则。

第四个原则，管控好买房家庭的按揭杠杆。第一套房子可以20%或30%的首付，70%或80%的按揭，而且就应该按揭。你不要因为限购有意地不让老百姓按揭。按揭不给了，老百姓刚需也买不动房。现在很多地方老百姓刚需买房要贷款，但贷不到款，这又做过头了，走极端了。第二套房往往是改善性的，可以50%的首付50%的贷款。第三套带有投资性，基本上不给按揭，100%带着自有资金买房。你是在炒房，你赌房价会涨，政府不鼓励，所以我不给按揭贷款。至于你自己有钱，你愿意拿200万元直接买一套房，一分钱不借。你买了以

后房价涨是你运气，赔了也是你自己承担，但不会带来全社会货币杠杆的膨胀。

第五个原则，任何一个地方造房子要控制住“三个”总量。一个是商品房。一个城市的标准大体上人均40—50平方米，1000万人就是4亿—5亿平方米。这四五亿平方米当然既包括老房子等过去几十年、几百年形成的存量房，假如已经有3亿平方米，就新建2亿平方米。根据人口扩张的各种各样的需要，这是一个定势。在这个意义上要有理性，总有个供求平衡的拐点。第二个是写字楼。一个城市大体上，每2万元GDP需要1平方米写字楼。如果是1万亿元GDP的大城市，这个城市里面总的有5000万平方米写字楼，这是包括所有企事业单位的办公楼。可能有一部分的面积是在学校、医院，各种各样的企业、事业单位里的办公楼，还有一部分是城市商务中心地区集中的几十栋、上百栋楼。这个也有一个规模，不能无度。第三个是商铺的面积。大体上，也是每平方米2万元的零售额。如果这个城市每年全部的商业零售额是5千亿元，造了5000万平方米，那么一半就会供过于求，闲置过剩。总而言之，这里面有一个概念，2万元的零售额产生的毛利，运行的成本都去掉以后，把这一平方米的房屋租金也摊在里面刚刚能平衡。这个指标大体是过去十几年经验数据的归纳，现在有一个互联网时代的因素。现在的网络销售、快递兴起以后，网络快递分流了实体商店三分之一以上的商品。现在大量的实体店空关或者变成餐饮业、小孩子的娱乐场所等。从这个角度，最近做商业零售的都是比较困难的。这方面有些经验系数都要调整。

第六个原则，推动住房双轨制体系建设。形成产权房、租赁房和商品房、保障房体系。这就是整个房地产市场形成50%左右是商品产权房，50%左右是租赁房，租赁房里有40%是政府保障性公租房，60%是房产商的商业化租赁房，这样形成双轨制的一种商业、零售、销售、经营的状态。政府用这些市场化的调控方法，使得整个房地产秩序良好。

总之，实际上就是实打实地按经济规律，把这几个方面坚决地、合理地调控住。我认为，在这些大的趋势下，理性地想想，房产商就应该有这么五个调整运行方式和行为心态的规则来加强自我约束。政

府则应该更好地按照习近平总书记的要求，市场化、法治化地进行房地产调控。

如果能达到这样，我想我们国家今后的十年，房地产还是支柱产业。房地产产生的GDP至少占全部GDP的5%以上，6%左右。另外，房地产在发展过程中，哪怕每年的基建建筑量小了，只有10亿平方米，也还是差不多十几万亿元投资拉动的过程。同时，房产商还带动几十个工业制造业的行业产品，是个龙头行业。总之，房地产在各个国家任何时候都是一个支柱产业，是一个涉及老百姓安居乐业的民生产业，涉及比GDP规模大2倍的社会财富。从这个意义上讲，房地产的和谐和稳定，也是我们国民经济和谐稳定的标志。今天就讲这些。

答 / 学 / 生 / 问

提问1：

您好，黄教授，我想问一个问题，如果像您之前分析的，中国未来十多年房地产行业将出现增速放缓的趋势，这对于中国当下很多地方政府的财政，包括有些地方的债务问题，会有什么样的影响？地方政府会否需要通过一些新的方式，去解决它的债务问题？因为之前，很多时候它的财政是依靠土地的快速升值。

黄奇帆教授：

这个问题问得很精准。实际上，过去十几年、二十年，地方政府几乎40%、50%的财力靠地价、靠房产税收来产生。也就是说，一方面是我们整个国家的发展；另一方面，银行贷款、房地产也拿了一半。大家知道，现在房地产占有的全部贷款量是100万亿元，工业工商制造业的全部贷款量是70万亿元。所以我们说中小企业资源都被房产卷过去了。这是一个。

政府的财力，一半也是和房地产有关。土地批租就在里面占30%。再加上房产业务本身产生的税收等，也占百分之十几，加在一起占50%左右。在这个意义上讲，过去十几年的发展方式，变成被房地产绑架也好、土地财政也好，有这个客观事实。一方面，房地产推动了中国经济发展，但另外一方面，也变成了制造业脱实就虚，中小企业融资难、融资贵的一种原因。我们转变发展方式，如果看到今后十几年，房产发展的趋势总量是逐步在收缩的，那么政府就不能再那么依赖于房地产搞发展，政府本身就要主动地转轨，在制造业里面找税收，在新兴服务业中找效益。通过这样一个转轨过程，如果到了十年以后，房地产只占整个中国贷款资源的四分之一了，政府的财政中房地产只占15%了，这个时候，可能整个中国经济会更加的欣欣向荣。

提问2：

黄老师您好，我想替在座的年轻人提一个问题。因为现在房地产，大家都讲，包括中央的基调也是稳。稳的话，现在房价收入比，比如在上海，整体上说可能毕业后差不多15年到20年，或许是30年才能买房。这样30年的话，大家慢慢看不到希望了。现在，香港为什么很多人买不起也租不起房，我们现在在上海还租得起。如果长时间维持这么高，而收入没有大的增长的话，这样对年轻人来说会不会看不到希望了，会不会引起一些社会问题？

黄奇帆教授：

香港的住房问题主要是缺口很大。香港760万人，380万人住在政府的保障房内。也就是说，它的全部居民50%住保障房，然后还有50%是商品房。就这个比例来说，保障度并不低。它的问题在哪里？它保障了50%，但保障水平是非常糟糕的。现在中国内地城市住房人均面积40多平方米。内地最低保障线，要么不配置，一配置总是人均要达到15平方米以上。而香港是把4—5平方米作为他们保障房的基准。也就是说，香港有380万人，住在人均4—5平方米的公屋里。如果是三口之家，只有十几平方米。2017年6月，我在香港考察保障房，林郑月娥和我一起去看了四个公屋楼盘，就是他们的保障房，外面看看蛮好的，都四五十层，电梯坐上去，但一进去以后都是问题。一个房子十几平方米，三个人住着，也不可能再分出大间、小间，就是一间。这边厕所也好、厨房也好都混在一起的。如果有客人来，也是在这里住着。晚上睡觉加床叠屋的居住方式，如果临时当宿舍一样住三年五年，都没关系，毕竟人都有落魄、艰苦的时候。如果你想着世世代代住这里，而且你住完以后你的下一代也要住在这里，人会很悲观的。在这个意义上，我那天跟林郑月娥讨论的时候还说香港的公屋如果能把现在的4—5平方米增加10平方米，那么情况就会好得多。380万人每人加10平方米，造4000万平方米，以香港的容积率1：4，其实只要拿出10平方千米的土地，10平方千米就是1000万平方米，1：4容积率造出来，再一分配，其实就

能解决，非不能为也，而是还没来得及干。

我们现在每个城市的人均住房面积，平均在40平方米到50平方米之间。不管我们年轻人怎么样，如果没房子，住在父母的地方，人均也是40平方米。当然也有小的，但也不会小到香港的七八平方米，至少15平方米。从目前内地老百姓住的角度讲，肯定比香港、比新加坡住得还好，因为内地这30年造房子，新造了200多亿平方米。你想想，加上过去几十年、上百年各类地产积累的存量房共有300多亿平方米，给我们差不多7亿多人居住，尽管农民工在城里，还没在这个范围里。这7亿城市居民，有这新增的加存量的300多亿平方米，一人40平方米就加上去了。我们现在房子是够住的，要害就是你说的价格。如果毕业后30年才能买房，那么就没希望。所以不要提倡老百姓人人都要自己买房子住。其实他老爸老妈，现在50%以上的房屋产权，是当年计划经济的时候，单位分配，也是公房出租配租，后来变成私房。

总而言之，可以采用公租房、廉租房的方式来解决。廉租屋至少也是15平方米，公租房至少20多平方米，大家用比较低的租金来租。我看到上海的公租房挺不错，一些证券公司年收入20多万元的人，只要没房子，只要愿意来租公租房，而且真的是自己住的，基本上都能申请到。

在这个意义上，不要也不应奢望，每个人工作10年、20年，都能买商品房。有钱就买，没钱就公租房。政府只要把公租房系统顺当地敞开，不要像香港一样，六七年摇号摇不到，要等10年，好不容易挨到了，面积又小得可怜，你只要申请了，一年、两年、三年总是能拿到这个房，那我觉得问题好解决。总之，双轨制把它解决好。

当然房价的控制不能大起大落，不能靠一场危机，把每平方米3万元跌成每平方米1万元。总之，房价以平稳为好。对于有困难的群体，现在的房价哪怕跌一半也买不动的人，那就是由保障房系统、双轨制来解决。

对外开放

新时代国际贸易新格局、新特征及以“三零”原则为基础的FTA发展趋势

2019年4月9日

摘要：近40年以来世界贸易的格局，国际贸易的产品结构、企业组织和管理的方式，国家和国家之间贸易有关的政策均发生了重要的变化。货物贸易中的中间品的比重上升到70%以上，在总贸易量中服务贸易的比重从百分之几变成了30%。产品交易和贸易格局的变化，导致跨国公司的组织管理方式发生变化，谁控制着产业链的集群、供应链的纽带、价值链的枢纽，谁就是龙头老大。由于世界贸易格局特征的变化，由于跨国公司管理世界级的产品的管理模式的变化，也就是“三链”这种特征性的发展，引出了世界贸易新格局中的一个新的国际贸易规则制度的变化，就是零关税、零壁垒和零补助“三零”原则的提出，并将是大势所趋。中国自贸试验区的核心，也就是“三零”原则在自己这个区域里先行先试，等到国家签订FTA的时候，自贸试验区就为国家签订FTA提供托底的经验。

今天跟大家讲一个比较新的题目。内容都是当前整个世界或者是说最近的五年、十年整个世界贸易、世界经济发展中，比较重大的一些题目。我觉得做报告要符合五条原则。

一是我在这个地方做报告，一定是宣传党和国家重大经济方针政策，或者是对重大经济方针政策的理解和判断。

二是既然是在复旦大学学术课堂上讲课，那么讲的东西应该是符合国际经济学原理的。

三是如果符合前两条，但是内容跟当前的热点、重点、焦点没关联，不接地气，大家的兴趣也不会高。我如果讲五年、十年前的事

情，也可以符合国际经济原理，但不接地气，没有跟热点、重点、焦点聚合。

四是符合这三条，可能也是老生常谈，如果大家都讲差不多的东西，那意义也不大。要讲的应该要有一定的深度，有比较独特的视角。

有了这四条好像看起来也够了，但我觉得这个课堂的老师跟学校里的一般教师还有不同。一个优秀教师准备一个讲稿可以跟一届一届的一年级讲、年年讲，讲5次、10次，讲一辈子也是可以的。我来这里讲，不是单纯来做一个老师，可以一个内容重复讲10次、20次。尽管学生对象可能变化，但是重复讲意思不大。所以，第五，我们在这儿开讲，每次讲的内容都不同，也就是说我不仅不要去重复别人讲过的东西，也不重复我自己以前讲过的。

从这个意义上，今天讲的跟前面的资本市场、宏观调控、供给侧结构性改革、房地产的内容都有点不同。以后我讲课的内容，一般会在开学初跟学校里商量，这个学期讲四讲，讲哪四讲；下学期开始了，又讲哪四讲。半年定一下。如果一年就把全年要讲的都定了，可能到时候又不接地气了，因为形势变了，大家关心的热点可能不同了。半年定一个格局，排个序。讲了以后，下半年再排个序。大体按照这样的做法来讲，完成这个课堂的任务。

今天讲的是国际贸易新格局，以及各国政府对国际贸易的管理方式、制度。根据我自己的理解对国际贸易的制度和新的趋势进行一些讲解，尽可能讲得让大家听起来有趣，听得明白。

今天要讲的内容一共有八个要点。大家只要记住这几点，今天的报告内容就都在里面了。

第一，这三十多年来，世界贸易的格局发生了变化，国际贸易的产品结构也发生了根本性的变化。

在三四十年前，也就是1980年、1990年。这期间，就是20世纪80年代的时候，国际贸易的总量当中，70%左右是成品的贸易。你这个国家把拖拉机卖给我，我这儿把机床卖给你。总之，是一种产成品的交易。由一个国家、一个地区、一个企业做出来的产品，卖到另外

一个国家去。当时，产成品之间的贸易占全世界货物贸易的比例，一般达到70%左右。

到2010年的时候，整个世界的总贸易额里面，60%的贸易量是中间品的贸易，是零部件、原材料等各种中间品的贸易。

这是2010年的时候，比例其实倒了过来，就是说60%是中间品，40%是产成品。

又过了七八年，到了2018年，如果再根据总贸易量里面的品种测度一下的话，贸易量中的70%以上是零部件、原材料和中间品。这里面出现了一个现象，就是世界上主要的贸易品，已经不是由一个国家、一个地区的企业来把它生产出来，卖到另外一个国家，往往是几十个国家，几百个企业，生产的上千个零部件互相组合，形成的一个产品。也就是这个产品，不是一个国家做的，是几十个国家，是几百个企业，在不同的地方生产组合的。

这样一个过程就产生了中间品的贸易，也是这个过程产生了服务贸易的飞速发展。这三十年的服务贸易，包括生产性物流、生产性服务业，产业链金融，各种各样的科研开发、研究设计。总而言之，在三四十年前，在全球贸易中，服务贸易跟货物贸易来比的话，是5：95的关系。现在，服务贸易的总量跟货物贸易的总量大概是30：70的关系。

总之，这三十年来，出现了全球贸易格局的两个巨大变化。一个是货物贸易中的中间品的比重上升到70%以上。第二个是服务贸易和货物贸易的总贸易量中，服务贸易的比重从百分之几变成了30%。产生这种结果的原因，既是全球制造业水平分工和垂直分工演变发展的结果，也是全球服务贸易加速发展的结果。这十几年、二十几年全球服务贸易始终有15%—20%的增长率。在中国，最近这十年服务贸易每年的增长都在25%以上。所以中国服务贸易的量是三年翻一番，全球服务贸易是五年翻一番，而货物贸易一般要十年翻一番。在这个意义上，世界贸易格局变了，表现为货物贸易中的零部件、原材料、中间品的比重得到了极大的提升，服务贸易的比重也得到了极大的提升。整个生产力体系这方面的变化，正在影响和产生新的世界贸易规

则。

第二，由于产品交易、贸易格局的这种变化，生产这种产品的企业的组织、管理方式也发生深刻的变化。

现在一个产品，涉及几千个零部件，由上千个企业在几百个城市、几十个国家，形成一个游走的逻辑链，那么谁牵头、谁在管理、谁把众多的几百个上千个中小企业产业链中的企业组织在一起，谁就是这个世界制造业的大头、领袖、集群的灵魂。所以现在看世界的制造业，不像几十年前，看一个一个单个的企业规模多大，而是看产业链的集群、供应链的纽带、价值链的枢纽。谁控制着这个集群，谁是这个纽带的核心，谁是这个价值链的枢纽，谁就是龙头老大。

比如苹果公司，苹果手机里面，一共涉及500多个各种各样大大小小的零部件。全世界有几百个企业，在为苹果加工零部件。涉及几十个国家。这几十个国家的几百个企业各个有专利，并不是说苹果发明了手机的全部专利，然后把专利交给了这些配套企业、零部件厂、中间厂，让他们为苹果来进行制造。事实上，这个产业链上的中小企业、零部件供应企业，各有各的专利，各有各的拿手好戏。他们的这些专利、拿手好戏，都是苹果不掌握的。但是苹果产生了标准，产生了纽带。所有供应链上符合苹果标准的各种各样的产品，你有创新、有专利、有各方面的知识，苹果就选择了你。有人说核心技术只要我有，我不卖给你，你手机就停产了。这话也没错。假如高通不把芯片卖给苹果，那苹果不就瘫痪了吗？问题是苹果是世界使用芯片最大的户头。如果苹果不使用高通的芯片，高通就死了，是高通先死，而苹果还有其他的芯片可以选择。苹果只是遇上一点困难，而高通丢弃了市场，立马就会死。所以，在这个意义上，当今世界的产业链，产业巨头，产业竞争能力，不仅仅是核心技术的竞争，不仅仅是资本多少的竞争，讲资本，讲技术，更讲产业链的控制能力。

谁如果控制产业链，谁其实就是在给出行业标准，就是大头。产业链的行业标准十分重要。各种各样的零部件专利发明，是围绕着这个标准，我发明了专利，但要符合你这个标准，你才会用我的专利。提升标准的基础在于产品的整体设计，是基于对产品的性能、结构、形体外观、生产工艺的整体设计而产生的。因此，能提出行业标准、

产品标准的企业往往是产品技术最大的发明者。谁控制供应链，谁其实就是供应链的纽带。你在组织整个供应链体系，几百个、上千个企业，都跟着你的指挥棒，什么时间、什么地点、到哪儿，一天的间隙都不差，在几乎没有零部件库存的背景下，几百个工厂，非常有组织、非常高效地在世界各地形成一个组合。在这个意义上讲，供应链的纽带也十分重要。

价值链是在说什么？当这个世界几千个大大小小的零部件、组件在组合的时候，实际上都在做贸易。这个贸易的几百个企业，几千个零部件分布在几十个国家，各种各样的城市里。是不是每单之间，零部件和零部件厂，零部件和总装厂都在做贸易，都在相互结账？其实不是这么结的，它是一个通过互联网，通过通信系统在世界上某个自由港形成一个结算点。苹果公司一年产生上万亿美元的总销售值。这个销售值，是所有的零部件厂平行地都跟苹果的结算中心发生网络的直接联系，然后进行结算。

结算选择地往往是在某个自由港地区。跨国公司之所以选择自由港地区，首先是这种结算涉及全球，往往是离岸的结算、低税收的结算、自由港的结算。在不同的国家之间，你是美元，他是欧元、人民币、韩元。外汇交易是个离岸交易。离岸交易中心往往是在自由港。其次，选择自由港是为了降低税费，自由港的税率只有15%，甚至12.5%，所以它的结算税收低。再次是因为人才，自由港往往有高层次的金融会计、精算人才集聚服务。跨国公司的结算点，不是在几百个企业、几百个城市、几百个活动点上发生结算，而是利用现代通信系统汇总在这个结算点结算，这就形成了价值链枢纽。

我在重庆的时候，在2008年、2009年把惠普拉到重庆来建厂。当时一台笔记本电脑就有一千五六百个零部件，比手机的零部件多。我们定了项目开始干了以后，我问惠普董事长你在哪里结算？他说在新加坡。我说你明明在我这儿生产，为什么在新加坡结算？他说，新加坡是个自由港、离岸市场，税率低、人才集聚。惠普整个亚洲所有的生产点、研发点、零部件的点，统统不在当地做结算，都跟新加坡的惠普结算中心做结算。然后由结算中心结算出来钱支付给各个零部件配套企业，也支付给各种物流、研发的单位，也支付各种专利等。

我也跟他讨论过，2008年、2009年的时候，中国大陆一年有差不多3万多亿美元的进出口，其中1.8万亿美元是加工贸易，但我们1.8万亿美元的结算都不在中国大陆。接近4000亿美元在新加坡，3000亿美元在中国香港，还有3000多亿美元在爱尔兰，爱尔兰是英国旁边的一个自由港。还有一部分是在中国台湾、韩国首尔以及日本东京。就是说整个接近2万亿美元的结算都不在中国大陆。中国大陆只是在做加工的苦力。金融结算产生税收，不仅是所得税，还包括专利税、版税，金融结算产生高附加值的服务贸易，这些都不在中国大陆。从这个意义上讲，谁拥有这个产业链、价值链的结算枢纽、结算点，谁就拥有这个产业链的财富中心。

大体上，由于这三四十年出现了几十个国家，几百个企业共同生产一个产品的情况，就使得这个产品在加工过程中的产业链形成上中下游的产业链集群。这个集群中各种企业，互相供应零部件、原材料、供应金融服务，整个体系服务链，生产性服务业，整个服务贸易都在这个供应链中体现出来。这个供应链的纽带，起着枢纽的作用、关键的作用。最终这个纽带也好，产业链也好，当然要赚钱要结算。谁掌控这三个点，掌控枢纽，掌控纽带，掌控产业链的集群，谁就是世界贸易中的产业巨头。你掌控了这“三链”，但你没钱，不用担心，各种私募基金、产业资本都会往你这儿来，因为你有钱赚、有市场。你掌控了这“三链”，有技术的人都为产业链服务，做芯片也是零部件，做液晶面板也是零部件。有些核心的东西它可以自己做，也可以供应商来做。但是苹果公司没做芯片，也没做液晶面板，三星又做芯片，又做液晶面板。三星的举国体制是韩国特有的。从某种意义上讲，产业链是在分工当中产生的。世界贸易是在互动中形成的。这个过程中，新的贸易格局形成了新的世界级企业的产生方法和控制产业的特征。特征就是“三链”，价值链、供应链、产业链。产业链的集群、价值链的枢纽和供应链的纽带。这是第二个特征。世界贸易格局由第一个特征引发第二个特征。跨国公司适应这种贸易格局、生产方式的变化，它的组织方式、控制方式、管理方式也发生变化。

第三，由于世界贸易格局特征的变化，由于跨国公司管理世界级的产品的管理模式的变化，也就是“三链”这种特征性的发展，引出了

世界贸易新格局中的一个新的国际贸易规则制度的变化，就是“三零”原则的提出。

第一个，零关税。本来WTO从关贸总协定开始，宗旨就是努力地推动自由贸易，降低各国的关税。50年前关税平均是50%—60%。到了20世纪八九十年代，关税一般都降到了WTO要求的关税水平，降到了10%以下。WTO要求中国的关税也要下降。以前我们汽车进口关税最高达到170%。后来降到50%。现在我们汽车进口关税还在20%的水平。但我们整个中国的加权平均的关税率，20世纪八九十年代是在40%—50%，到了90年代末加入WTO的时候到了百分之十几。WTO给我们一个过渡期，要求我们15年内降到10%以内。我们到2015年的确降到9.5%，到去年已经降到7.5%。现在整个世界的贸易平均关税已经降到了5%以内，美国现在是2.5%。

讲这段是说WTO的运转功能，已经使得在世界贸易发展中，各国关税不断下降。关税越低，越代表了一种贸易的自由化。但这个低关税在世界贸易变化的格局中也不适用了。因为不管怎么说，你要收3%或者5%的关税。如果我生产了一个杯子，卖到你国家，你这个国家只是在我这个杯子价值上加5%的关税倒也不觉得有什么。但是如果我这个产品，中间的环节有几次、十几次要经过各个国家的海关，要跨越各个国家的国界。因为是几十个国家，在共同生产一个产品，这个时候，这个国家的零部件做出来了，到另一个国家变成一个部件。部件做出来了，再到又一个国家，变成一个模组，一个系统件，系统件又运到最终总装厂，经过四个国家。如果这四个国家都跟你征5%的关税。这一流程就重复形成了百分之十几的关税，而且把劳动力、物流、运输中的这些非产品的硬件部分，也就是一些服务的部分都算到了这个产品的价格上。海关征税的时候，是按价值多少来算你多少税。就比如说1000千米的铁路运输的费用，航空运输的费用，不断地叠加，叠加的过程中都变成了关税的一个基数。所以在这个意义上，大家发现，必须是零关税才能适应几十个国家，几百个企业共同制造一个产品。而这个产品又从最终生产厂卖到全世界，零关税在这个过程中是最合理的。所以，零关税原则就这么提出来的。随着全球贸易格局的变化，随着跨国产业链、供应链、价值链成为制造业的主

体，国家和国家的关税的运作模式也跟着要变化。这个变化就提出了零关税。

第二个，零壁垒。为什么要讲零壁垒？因为当有几十个国家，共同生产这个产品，这个产品的产业链涉及几十个国家，几百个企业，如果这几百个企业之间的营商环境不同，这个国家在这方面是准入的，那个国家在这方面是不准入的，跨国公司在生产力布局的时候，按照资源优化配置，这部分布在这儿，那部分布在那儿，布在你这儿市场不准入，布在那儿，你又来一个侵犯知识产权。必须有一个大体一致的营商环境，几十个国家之间才能共同生产这个产品，我们现在讲营商环境要国际化，要法治化，要公平公正公开化就是这个意思。

而且这个营商环境不仅是零部件加工厂、制造厂，还涉及产业链中间互相供给产生的供应链，供应链有物流企业、航空运输、铁路运输、汽车运输，还涉及物流当中的保税服务、仓储服务、配送中心服务，还会涉及生产性金融企业、产业链金融以及各种各样的金融服务。在许多国家，这个是开放的。但在另外一些国家，这些领域是保守的。这个时候，产业链布局都会受影响。所以对零壁垒的要求，就是关于营商环境的要求。营商环境对准入前国民待遇、负面清单管理、知识产权、生态环保、劳动力保障、市场竞争中性、服务业开放等各个方面提出了国际化、法治化、公平化要求，这就是一种零壁垒的要求。

营商环境就是壁垒问题。当你把你的营商环境国际化的时候，你就相当于在“三个零”里面的零壁垒方面做到跟国际营商环境完全一致，你就是零壁垒。壁垒不是我买你的东西，你不卖给我，你给它设置了一个壁垒。这只是一个最直白的理解。但零壁垒更多讨论的是营商环境的国际化，这是第二个概念。当几百个企业在几十个国家共同生产一个产品，这几十个国家的营商环境国际化、一体化、法治化显得多么的重要。

第三个，零补贴。所谓零补贴，就是如果一个国家，为了争夺产业链，为了争夺企业到这儿来落户，有意给这些企业进行一定的财务补助。这个补助会使得跨国公司在世界各国按市场资源优化配置的布点发生扭曲。你如果一补贴，产业链扭曲到你这儿，对别的国家也不

公平。如果大家都乱补贴，到后来也会出现问题。“三零”是在这个背景下提出来。原来，国家海关之间的管理规则，都是在国境线上收取关税或者设置非关税的贸易壁垒。那么现在进入“三零”以后，国家和国家对贸易的管理，就从国门、国境上的关税和非关税品种的管理，进入到国内，按自由贸易协定规则对国内区域中的营商环境、政府补贴进行管理，互相约束、互相管理。

如果你国内的贸易环境不符合国际标准，我就提抗议。反过来，如果我不符合，你也可以跟我提抗议，互相之间有一定的监督作用。

以上讲了三点，是一个逻辑链接，从国际贸易格局变化，到跨国公司以“三链”控制为特征的运营方式的变化，再到各个国家之间贸易规则趋向于“三零”原则。这是我讲的一个变化的趋势，讲了三个要点。

第四，在这样的变化趋势里面，关于“三零”原则的讨论、发展，整个世界现在处在什么状态？

事实上，美国还是比较先进的。2002年，它就提出了“三零”的概念。提出了一个非常具体的计划。在WTO里，它也提；在G7，也就是最主要的西方七个发达国家、工业国之间，提了一份“三零”原则实施的时间表。争取到2010年，把关税降到5%以内。争取到2015年的时候，把这个关税降到零。这件事在2002年提出来，是很有前瞻性的，事实上到2010年的时候，全球WTO的主要发达国家关税基本上都降到了5%以下，基本上都达到美国设想的第一阶段。但最近七八年世界贸易“三零”走向，美国计划并没有实现。2017年、2018年和2010年的平均关税基本上差不多。

这个主要是在WTO里面，讨论关税为零很难通过。WTO是多边协议体系，180多个国家和地区，只要有一个国家或地区，成员组织中的一个成员不同意就不能通过。它是有一票反对就不通过的多边体制。

这里面，几十个发达国家产业链往往都在工业国当中转来转去的，零关税对工业国是有好处的。但零关税原则一旦通过，那些跟工业国产业链、供应链无关的，比如非洲的、拉丁美洲的一些搞农业的

国家，它的关税也一起变成零。工业中的好处，产业链的裨益跟这些搞农业的国家无关，它感觉吃亏，就不会投赞成票。所以，一般大国和小国之间，发展中国家和发达国家之间，要在WTO里统一地通过这个“三零”原则也的确很难。基于此，在这七八年，FTA，双边贸易体的讨论，或者是一个地区，五六个国家、七八个国家形成一个贸易体的讨论就不断增加，成为趋势。给人感觉好像发达国家都在进行双边谈判，把WTO边缘化了。确实有这种现象，但事实上我们平心而论，是因为“三零”这个原则的受益区域还是有一定范围的。这个范围的相关的国家和地区，比较可以认同产生共识。不相关的，就不一定跟你有共识。在这个意义上讲，FTA是全球化发展中生产力发展到这个阶段，进一步促使全球化发展的一个新的特征。它倒不见得是逆全球化。FTA不是逆WTO，FTA也不是逆全球化。它是全球生产力发展到更高级的新阶段以后必然的趋势。美国在2002年的时候，想在WTO里实现“三零”原则，当时提出来了。第一阶段目标实现了，第二阶段归零的目标没实现。这十来年，FTA谈判变成世界主要发达国家之间主要的贸易谈判原则的体系。WTO的作用似乎越来越小了，那不是WTO边缘化了吗？这也是这几年国际贸易热议WTO要改革的原因。大家在讨论WTO的规则要改变，议事规则、管理规则、裁决规则要改变，等等。

最近几年，以“三零”为背景、为基础的FTA谈判，自由贸易协定发展还是有比较快的进度。可以看到，一方面，去年日本跟欧洲的FTA谈判已经签订协议，并且将在2019年下半年生效。日本的经济差不多6万亿美元。欧洲的经济也有十几万亿美元。加在一起，差不多二十多万亿美元。占全球经济总量70万亿美元30%的比重。另一方面，美国和欧洲的协议，已经谈好了，还有一部分涉及农业和数字贸易还没谈好，预期2019年下半年签约，原来预计六七月份签约生效，可能会推到年底。再一方面，美国跟日本贸易协定已经谈了两年，目前基本上框架文字都有了，还有分歧，日本只想就商品贸易的“三零”原则达成协议，美国则希望投资和服务贸易一揽子形成协议，还在进行最后的讨论。另外，美国和加拿大、墨西哥的北美自由贸易协定已经签了。

讲这段话的意思是，如果在今后的一年，或者在2020年，这几块都加在一起，那么它的经济总量占全球54%，这些地区互相的贸易总量占全球贸易的55%左右。这个意思是相当于美国人在通过FTA的过程，把原来已经淡出的G7又恢复变成了一个一体化的贸易体。

21世纪以来，G7变成了G20。在这个过程中，如果我们中国没有介入这个自贸体的贸易圈里，那么我们等于进入了WTO，却又在FTA的范围里出圈了。如果我们在这个过程中也进入了FTA，那么加上中国占世界经济16%的经济规模，54%＋16%，就等于占世界GDP规模70%的国家，在一起形成了一个贸易体了。

在这个意义上，以“三零”为基础的自由贸易体系，已经成了世界贸易的一个潮流，中国当然要顺应潮流、介入FTA、融入国际自由贸易潮流中去。

同样美国、日本牵头的亚洲太平洋地区的自贸体（CPTPP），涉及11个国家。特朗普上台以后，美国退出CPTPP。现在这个贸易体协议已经签了，是日本挑头的，我们中国还没介入。这么一个亚洲地区的自贸体，中国不介入，某种角度上说功能丧失了一半。反过来我们的确该去介入。在这个意义上，中国的国际贸易，今后很重要的一个格局，就是以“三零”为原则、纲领的国际贸易的体系的介入、参与，甚至到里面进行很重要的推进工作。这个事情做得好，相当于第二次入世。如果说过去2001年时候的入世引领中国15年在世界上的经济地位发生重要变化的话，那么这一阶段的事情谈好，对中国国际贸易、国际经济、中国在世界经济中发展的贡献和作用，以及我们整个中国在2035年成为世界的现代化的大国、2050年成为强国，都会奠定十分重要的基础。这是我想讲的第四点，就是以“三零”为原则的FTA的谈判、讨论、区域协定、自由贸易协定，目前在整个世界的格局和状况。

第五、第六、第七具体跟大家讨论一下“三零”原则在中国实施可能发生的情况。这“三个零”，分别讲三条。

第五，就是讲零关税的问题。

大家有时候，有一种感觉，一讲到零关税就是国门大开，外国货

冲击进来，中国的农业会萎缩，工业也会萎缩，服务业也会萎缩，这种观点在20世纪90年代讨论也多得很。到要进入WTO的时候了，早进好还是晚进好？有的人说越晚进越好。让我们自己养得大一点、肥一点、强一点，开门了，不会受人家欺负。

那么实际上，当时上海方面，就跟国家提了一个建议，基本逻辑就是进WTO，进比不进好，早进比晚进好，在这方面，提出了一整套的方案。事实证明，进入WTO以后，我们不管是农业、工业，还是服务业，基本没有受到太多的冲击。反过来，我们的金融出现了一批世界级的金融企业。在2000年的时候，世界金融体系里面，中国所有金融机构不要说前十位，就是前二十位、三十位一个都没有。现在前十位的银行里我们占四个，前十位的保险公司里面我们也占好多个。讲这段话的意思是通过开放，我们得到的好处多多。

同样，现在大家也会想到，如果关税归零了，会出现什么情况？抽象地讲容易走极端，做任何事都要具体分析，了解问题本质，才能把思维逻辑讲清楚。下面我们就从制造业、农业、能源和消费品四个方面分析中国经济如果按零关税开放以后可能出现的情况。

1．关于制造业

第一，当然大家都会想到，工业品、制造业，不管是机器设备，还是汽车产品，还是轻工业，或者其他的工业品，大家首先看到中国的制造业，规模居世界第一位。据WTO统计，我国货物贸易进口的中间品占进口总量的60%以上，对进口中间品实行零关税，将降低企业成本，提高产品的国际竞争力。

第二，由于零关税，生产的成本下降，必然会扩大企业进口中间品的采购空间，提升对全球产业链、供应链和价值链的掌控能力和全球化运营能力。中国已经形成了世界产业链里面最大的产业链集群，但是这个集群里面，我们掌控纽带的，掌控标准的，掌控结算枢纽的，掌控价值链枢纽的企业并不多。比如华为，华为的零部件，由3600多家大大小小供应链上的企业生产。这全球的3000多家企业每年都来开供应链大会。华为就是掌控标准。它的供应链企业比苹果多

两倍。为什么？苹果主要做手机，华为既做手机又做服务器、通信设备。通信设备里面的零部件原材料更多。所以，它掌控产业链上中下游的集群，掌控标准，也掌控价值链中的牵制中枢。

当中国制造业实施零关税的时候，事实上对于整个制造业产业链的完整化、集群化和纽带、控制能力有好处，对于中国制造业的产业链、供应链、价值链在中国形成枢纽、形成纽带、形成集团的龙头等各方面会有提升作用，这是第二个好处。

第三，关税下降趋零这样的过程，有利于倒逼中国制造业提升自主品牌、自主创新能力，更主动地参与国际市场竞争。我们可以分析汽车产业。我们现在国内的汽车厂一年生产2500万辆汽车。如果没有壁垒了，关税为零了，是不是会大量进口国外的汽车，然后冲击中国国内的汽车市场？这话听起来，似有道理。

我讲的意思，是不是外国人的车都会这么进来呢？并不会。中国一年消费大概2500万辆车。现在这2500万辆里，120万辆从欧洲、美国或者日本原装进口，其他约2400万辆都是中国自产。但这个中国自产的2400万辆里面有1800万辆是外资企业的车，就是中外合资的车。有德国的，有日本的，有美国的，也有韩国的。在这个意义上，在消费地形成制造业，就近生产出来并卖掉，可以减少物流。成本低，效益高。你从美国、欧洲这么运过来，物流成本多高。对于高档车的消费，那么原本100万辆的也许可能翻一番，翻两番，变成四五百万辆。但几千万辆规模的还是本土的企业。这些本土企业，无非是开放过程中，合资企业可能变成外资独资企业，但它不会把厂关掉，把美国欧洲的产品运过来。跨国汽车公司不会做亏本生意。在这种意义上，不用太担心外国的汽车会来冲击我们的问题。总的来说，关税下降，会促进中国的生产力结构的提升，促进我们企业的竞争能力的加强，使得我们工商企业的成本下降。

2．关于农业

中国的农业，大家一定要注意这么一个基本面。我们14亿人的饭碗必须掌握在自己手里。不能所有吃的东西都由外国人供应。好的时

候供应，不好的时候给你卡脖子，所以中国人的饭碗必须掌握在自己的手里。当然，掌握在自己手里要具体分析。不能因为要掌握在自己的手里就不搞国际贸易，这里面有一个基本面的分析。

第一，我国人多地少，水资源少。我们拥有全世界19%—20%的人口，14亿人大体上是70亿人的五分之一。但我们的可耕地总的亩数是20多亿亩。大体等于世界可耕地的9%。20%的人口只有9%的耕地，我们人均耕地是全球人均耕地的40%。我们土地供应是不够的。中国的淡水资源是全球水资源的6%。人均淡水资源是全球人均的24%。这两个数据说明什么？说明我们的土地和水从农业角度讲，要完全自给自足也是很难的。因此，充分利用国际农业资源尤为重要。这是第一个基本面的概念。

第二，我们现在差不多有6.6亿吨农作物粮食是在中国的土地上生产出来的，但是我们现在每年要进口农产品1亿吨。加在一起，也就是中国14亿人，一年要吃7.6亿吨农作物。这1亿吨里面，有个基本的分类。我们现在进口的1亿吨里面，有8000多万吨进口的是大豆、300多万吨小麦、300多万吨玉米、300多万吨糖，另外就是进口的猪肉、牛肉和其他的肉类，也有几百万吨。统统算起来四个三四百万吨，加一个8000多万吨，总进口量约1亿吨。这是一个巨大的进口量，也是一个必须进口的量。因此，减让农产品关税有利于提高我国农产品市场供给质量，满足老百姓的基本需求，同时巨大的农产品消费需求也有利于我们在与欧美国家减让关税谈判中取得优势地位。

分析现在的进出口的结构，我们脑子里要有数学模型，要有形象的演变。假如农产品关税归零，会不会出现世界上的农产品对中国进行倾销？这个倾销又便宜又好，最后使得中国各种消费者不买中国农村的粮食，导致中国农业萎缩，萎缩到某一天，人家突然卡你脖子了，出大问题。会不会有这种情况？在这方面，我们既要居安思危，也不能杞人忧天，一定要做具体的结构分析，才能最后对这个问题进行具体回答。大体上，可以从结构上分为三个层面。

第一层面，稻米方面。中国人主要吃的粮食，是大米。这个稻子，欧洲人和美国人想倾销我们，他也没有稻子。稻子主要是由中国人生产的，当然亚洲其他国家也种。我们跟泰国去买稻子，不用担心

安全问题。无非是它的稻子好吃，是糯米。吃泰国的米时候，可以一口菜都不吃，一碗饭就吃下去。我还真碰上过这个事，二十几年前，我曾去过泰国，谢国民请我吃饭，他说饭是用泰国香米做出来的，吃了后，我感觉，真不用吃菜。我讲的意思是，在稻米方面，零关税不会带来欧美倾销冲击，亚洲地区是利益共享，是一个互助互益的贸易行为。总之，稻子这件事就不存在问题了。这是第一个层面。

第二个层面，大豆饲料。我们确实需要大量进口。中国现在可耕用的地是二十多亿亩。我们一年要生产1.2万亿斤粮，大体需要12亿亩，大体上一亩地一年产1000斤。然后我们吃蔬菜、瓜果一类的农产品大体上所需要的耕地是6亿亩。剩下两亿亩种饲料，饲料转化为猪肉是不够的。每个人每年平均来说，不管你吃鸡肉、兔肉、猪肉、牛肉，大体40公斤左右。那么14亿人，500多亿公斤，相当于5000多万吨，1吨肉要4吨饲料转化，所以就需要2亿多吨饲料。还是按一亩地1000斤来算，要4亿亩到5亿亩。这个时候我们只种2亿亩是不够的。这就是为什么我们大豆进口到8000多万吨。全世界能够做贸易的大豆就那么些，相当大的一部分已经给我们买来了，也就是说在没有零关税的时候，我们就买了一个天花板的量，零关税情况下大豆的进口想多也多不了，也还是八九千万吨，充其量到1亿吨。

第三个层面，小麦、玉米、糖。这是我们既要进口调剂需求，又要适当控制以免大起大落受冲击的品种。北方人都还喜欢吃面粉的，南方人当然也吃馒头，总之小麦是需要的。玉米也是需要的，既是饲料，人也可以吃。同样还有糖，中国人国内的市场每吨是5000元，在欧洲和美洲巴西这些地方糖基本上每吨1500元人民币，差价就是3000多元，你如果放开一点，就会在这个地方多进一点，把国内糖的价格往下降。不过现在糖尿病越来越多，看到糖就害怕，连花生糖看见了嘴巴想吃也不敢吃。总的来说，真正关税降为零，对农产品生产会带来冲击性变化的，应该是在小麦、玉米和糖这方面。但这方面，在FTA的实施中按照“三零”原则的阶段性和趋势性原则是可以有配额的，是可以通过贸易协议管制的。

通过对三个层面的农产品具体分析，可以看到零关税对中国农业总体上是起到调剂补充的作用，有利有弊，但利大于弊，是有好处

的。

3．关于能源、矿产

我国是世界能源、矿产消费大国，也是能源、矿产进口大国。中国铁矿石少，每年中国的铁矿石，不管我们是压产能还是去库存，我们一年也要生产7亿吨钢，7亿吨钢需要十几亿吨的铁矿石，其中三分之二的铁矿石从国外进口，我们国内没有这么多的铁矿石可以供应。这个也就是说你加不加关税，总是这么一个量。

再有，就是石油。现在中国一年用6亿吨石油。国内大庆油田、胜利油田生产2亿多吨，进口4亿多吨。我们一年进口的原油花2000多亿美元。这是我们需要进口的。也就是说你关税是不是零都不相干，已经是三分之二的进口，还在大量地增加，再冲击能把你冲到哪儿去？

天然气，我们一年实际上需要至少3000多亿立方米，现在实际供应的是2000多亿立方米，有许多城市想要天然气但没有供给。2000多亿立方米中我们自己生产1000多亿立方米，从美国、俄罗斯等进口1000多亿立方米。

我们的能源、原材料本来就在大量进口，这个意义上不存在怕不怕冲击，反而是通过零关税，有利于降低我国能源和矿产的消费成本和资源约束，跟世界各国的贸易搞得更平衡、更协调，越是这么协调越安全。

4．关于消费品

包括药品、化妆品、服装，或者其他的日用品。国内消费者是降低关税的最大受益者。我们现在的消费品，为什么每年上亿的人出国旅游，大家就“蚂蚁搬家”式背东西，从世界各国背1500亿美元的货回来。如果这1500亿美元是我们进口在国内销售，我们就增加1500亿美元的进出口贸易，而且减少1500亿美元的顺差。但现在，老百姓背回来，不作为国际贸易统计，我们顺差4000亿美元，人家看着觉得你赚便宜了，实际上我们只顺差2500亿美元，老百姓这1500亿美元就

没算上。

为什么老百姓会干这个活？由于进口药品、汽车、化妆品等高档消费品关税过高，带来大量“海淘”现象。老百姓到法国、到英国、到美国、到日本买东西，比国内的百货商店里便宜，便宜至少三分之一。零关税将带动国内消费，商店零售就可以刺激起来。老百姓旅游的时候也可以不用那么辛苦背东西，同时进出口顺差还能平衡。好处多多。包括药品，如果便宜以后，更多的国外药品进来，许多老百姓到国外买各种各样国内买不到的药，这对老百姓改善生活、健康各方面有好处的。从这个角度也是好的。

总的意思是，如果具体分析零关税的话，四个方面都是好的，最终还会带来第五方面的好处，就是你零关税的时候，就增加了进口量，使得我们跟国际上的贸易摩擦也会减少。我们不将贸易顺差作为我们的奋斗目标，也不追求大量出口，当今世界进口大国是经济强国，出口大国不一定是经济强国。出口大国可能是农产品出口大国、加工贸易出口大国。但进口大国一定是强国，为什么？这是因为，第一你如果是世界上的进口大国，说明你这个国家市场容量大，足以牵动世界。第二，你是进口大国，你往往就成了世界贸易的定价者。进口量大，定价权就到你这儿来了。你就有更大的声音，在世界贸易中可以发声。第三，进口大国，一定是有非常丰富的外汇储备，或者这个国家的货币本身就是世界的硬通货。人家拿了你人民币就像拿了美元一样，不用再去换，直接当作是自己国家的外汇收起来了。从这个角度，有一天人民币变成了世界硬通货，也是成为进口大国的一种标志。

对上面说的五方面做分析可以得出零关税利大于弊的结论。

第六，就是讲零壁垒的问题。

零壁垒我开始就讲了一个定义。零壁垒，就是要讲营商环境的国际化，要讲市场的开放，要讲数字贸易、服务贸易和服务业的开放。要讲我们中国的企业到海外去投资有便利性，不能跑到海外总是受到别的国家磕磕碰碰的阻拦，就是别的国家给我们很多的壁垒，如果我们签订了零壁垒，我对你没壁垒，你对我也没壁垒，中国企业走出去

也方便。具体分析，零壁垒就是讲营商环境国际化、法治化、市场化。

营商环境包括八个方面的内容。第一个是准入前国民待遇。这个词与同等国民待遇是两个意思。同等国民待遇讲的是你的企业，我的企业都在这块土地上生成了。这两个生成了的企业一样的待遇。但如果我这个地方有一个规矩，你想办一个企业我就不让你诞生，不给你注册，不让你准入，那你说准入后的国民待遇就是空话套话，我都不让你进入，你就没资格参与公平竞争或者不公平竞争，你连竞争的门槛都不能入。所以，这里首先强调的是准入前国民待遇，就是可以不可以到你这个地方开公司，国有企业可以，民营企业可以，外资企业也可以，同等的准入前的待遇。这个定义跟后面的同等国民待遇是两个概念。第二个是负面清单管理。我们有一句行话，叫法无禁止都可为。就是对企业必须要有负面清单，不能干的我定负面清单，负面清单之外的你都可以干。前几年我们政府就在搞负面清单，一搞就搞了300多条，搞得企业什么都不可以。这次全国人民代表大会，李克强总理报告里讲，负面清单的条目要大大地、尽可能压缩减少，你减少到一定的量以后，法无禁止都可行，企业的自由度就大了。对政府要有一句，法无授权不可为。也就是说政府别“多动症”，什么都想做。法无授权，你就不能乱管。这两句话是对称的。负面清单管理里涉及这两句话的法治性的意义。第三个是尊重知识产权。第四个是有公平、规范、合理的劳动保障制度。第五个是生态环境保护的一套制度。第六个是市场竞争中性。竞争中性就是企业产生之后的同等国民待遇。表现在招投标的时候，政府采购的时候，在市场配置资源的时候，在银行贷款提供资金的时候，这些时候，不同所有制的企业，是同等国民待遇。不能有主观上、客观上的差异。第七个是扩大教育、卫生、文化领域开放。第八个是进一步扩大服务贸易、数字贸易，特别是银行、保险、证券、快递、电信等领域的开放，消除各种不必要的限制。比如说我们对外资银行最近提出了股权比、建立子公司、营业范围等三个方面的扩大开放，已经操作落实下去了。以前，允许外资银行建立合资企业时，外资银行股权比例不能超过25%。银行的股权比例放宽了，但仍然不能超过50%，现在可以70%、80%甚至独资了。还有允许你开银行了，但你这个银行有了之后，要在三十个城市

或者三十个省开分行，健全发展。但每开一个支行、一个分行都要中国人民银行、银监会去审批，耗时两三年，那就很麻烦。所以就是说通过备案制可以自由地设立子公司。所以营商环境，实际上是在讲这些事。这些事涉及国际化、法治化和公开化。这是零壁垒，涉及各方面的营商环境。

第七，就是讲零补贴的问题。

零补贴，有五个方面的好处。第一，可以使得国家财政节约开支，少补贴。假如本来要补贴几千亿元，现在可以省掉，这是一个宏观上的好处。第二，有利于推动结构调整，补贴会扭曲市场充分竞争，加大产业结构调整的难度。凡是补贴盛行的地方产业结构一定过剩过烂，浮肿虚胖、骗钱骗保。第三，补贴往往导致国有企业等要靠，不搞这种补贴，可以倒逼国有企业改革发展创新，自身更加健康。第四，近十几年，我国一直是全球遭遇反补贴调查最多的国家，推进零补贴措施有利于减少贸易摩擦。第五，有利于减少寻租行为，补贴的过程经常会出现“跑部钱进”、灰色交易。实际上少补贴，不搞这种补贴，这一类的不正之风、灰色的现象相对就会收缩减少。

第八，就是讲自贸试验区试验探索问题。

这是最后一点，要讲一下。关于以零关税、零补贴、零壁垒为基础的FTA，我国下一步会怎么展开呢？这件事中央政府的观点十分明确。早在2013年年底党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》）中就提出了要积极参与双边的、区域的FTA谈判，推进全球自由贸易体系的发展，并提出为了适应FTA营商环境国际化的要求，在上海等地区开展自由贸易试验区的探索。2018年，进博会上，习近平主席特别指出中国要加快推进中欧投资协定谈判，加快中日韩自由贸易区谈判进程。通过贸易谈判、通过国际贸易之间的这种合作，我们的国家就能够跟世界贸易体系形成一个开放的、互利的、普惠的、包容的、共享的人类命运共同体。现在说的FTA谈判，主要是以“三零”原则为基础的谈判，所以我国下一步谈判将是以“三零”原则为纲领、为前提的FTA的谈判。

国家其实想得很长远。下一轮的国际贸易谈判也好，开放过程也好，是会和“三零”原则为基础的贸易格局密切相关的。在这个工作推进的时候，有两个要点要把握好。

第一个，“三零”原则实施中的阶段性和趋势性。实施“三零”原则不等于所有进口商品的关税一下子全部归零，“三零”里说的关税，不是百分之百的商品全部变成零关税，它有一个阶段性和趋势性。比如日本跟欧洲的贸易谈判，它的概念是什么？日本对欧洲的全部的货物贸易的品种，有86%实施零关税，也就是日本对欧洲，86%的产品关税全部归零。但还有14%的品种，用15年时间，逐步归零。也就是说，它有一个阶段性、趋势性的概念。还有一个概念，就是说15年以后，最终一万个商品里面，我可能会有9500个商品变成完全零关税，但还有那么500个，哪怕是一百年以后我还是有5%、6%的关税。这也是一个概念。所以在这个意义上，就是利用“三零”原则中的阶段性、趋势性和某种灵活性，变成国家和国家之间谈判、互相较量的一种筹码，我同意你这两点，你同意我那两点，最后贸易协定签订了，大家遵守贸易协定。“三零”不等于统统归零，这是很具体的概念，这是有关“三零”的灵活性、趋势性、阶段性，在国家和国家双边或区域FTA谈判中，实际上关键是要把握这个东西，我们搞经济学研究的更要在这方面深入研究欧美日贸易谈判中有关这方面的案例了。

第二个，自由贸易试验区要为以“三零”原则为基础的FTA谈判探索经验。为什么党的十八届三中全会《决定》第七方面讲到FTA的时候，后面讲了推出上海自由贸易试验区等？因为自由贸易试验区的神圣任务就是对全球的FTA贸易协定中的“三零”原则进行先行试验。试验成功了，国家跟国外签订“三零”原则的贸易协定就有底了，就可移植可推广到全国。因为FTA只要一签，就不是一部分的签协议，而是整个国家的。这个有点像1990年浦东开发，当时中国的开放还是刚刚在货物贸易领域，在服务业和金融业统统都没开放。但国家允许浦东开发，保税区里就干这些服务业开放的活。

比如1990年外高桥保税区，国家规定的法规一共八条。一是允许保税区里面设置的任何企业都可以做进出口贸易。大家如果年纪大一点就知道，1990年中国任何企业都没有进出口权。外资、内资、民

营、国有企业都没有，只有外贸部直属的外贸公司有进出口权。外高桥保税区允许只要在这里进驻的任何企业都有进出口权。二是允许做转口贸易、加工贸易、离岸贸易。这些概念现在很多人都搞不懂，但当时外高桥保税区就已经可以了。三是允许外资企业在浦东的保税区里搞批发贸易。四是允许保税区企业外汇全额留成。五是允许外资在浦东设银行。六是允许外资在浦东搞百货商店。七是允许外资在浦东搞保险公司。八是允许开办证券交易。

由于率先于全国搞了服务业、服务贸易以及金融业的开放，到2001年中国进入WTO开放服务业、金融业时，浦东新区和外高桥保税区已经形成了托底经验，适应起来驾轻就熟。所以，当年浦东新区和外高桥保税区里面做的事，为整个国家进入WTO以后的开放产生托底的作用。同样，我们现在的FTA要进行贸易谈判。我们自由贸易试验区该试什么？就是“三零”规则，就是零关税、零补贴、零壁垒，包含零壁垒中营商环境国际化的八条你要先行实施、先做先行。你如果试验成功，外国企业到你这儿，营商环境八个方面都能做到国际化、法治化、公开化，那么FTA谈判协议就有托底经验了。我们现在有许多自贸试验区，连“三零”概念都没听到过，也没想过自贸试验区和国际上的双边和区域的自贸协定是什么关系。一个自贸试验区120平方千米，往往在城郊接合部征地动迁、七通一平，实际上在造新城，事实上基础设施、征地动迁、七通一平没有三年见不到影子的，三年后建楼堂馆所又要三年，加起来那就是六七年，六七年如果造了几十万平方米房子，招商引资把它放满就是十年以后了，黄花菜都凉了。你这十年有什么用？变成扩张造新城，造新城为什么叫自贸试验区？你叫开发区就是了。有的把这个地方当作是招商引资，搞工业区；有的把它当铁丝网围起来搞保税区；有的当作是城市开发的新区，造新城；还有的作为改革试验区——改什么？省里面有600项审批权力，全部下放给自贸试验区管委会，自贸试验区管委会要你政府600项审批权力有什么用？它不造城、不造省，它做的是国际贸易的格局。所以，商务部应开展培训，将各地搞自贸试验区的干部集中培训，让他们掌握FTA的常识，多一点世界贸易格局变化的知识，多一点世界贸易发展的关键是“三零”的概念，多了解一点以“三零”为基础的国际贸易规则。然后，中国自贸试验区的核心，也就是“三零”原则在自己这

个区域里先行先试，等到国家签订FTA的时候，自贸试验区就为国家签订FTA提供托底的经验。

同学们，我今天用了两个小时，围绕八个方面跟大家讲了新时代国际贸易新格局，给大家灌输一个概念。世界变了，这30年世界贸易格局变了，世界贸易中制造业龙头老大的企业把控市场的方法变了，国家之间贸易的游戏规则都发生了变化。当今世界以“三零”原则为基础的FTA的发展、FTA的讨论，是对WTO的丰富和发展，而不是颠覆和脱离。WTO如果说要继续有效的话，那就要积极地进行跟“三零”有关系的机制体制改革。WTO也要改，你不能几十年不变。这样才能发挥全球多边的、双边的贸易组织的这种全球化的功能。今天就讲这些。

答 / 学 / 生 / 问

提问1：

黄老师，您好，我想请教在国际结算的时候，人民币自由兑换的问题。如果中国也想成为一个国际结算中心的话，是以人民币为主，还是以美元为主，或是以欧元为主？我想，目前来看，人民币是不可能很快进行自由兑换的。如果我们想建立这个中心的话，人民币是否可能成为一个自由兑换的货币？这是第一个问题。第二个问题是关于我们的粮食进口量，我们整个社会现在经常讲食品安全问题，我们进口大豆，那么会涉及转基因的事情。国家在进口这方面，是不是觉得食品安全也是成为国际贸易当中一个需要考量的标准？谢谢！

黄奇帆教授：

第一个问题，结算这件事涉及几个概念。首先自由贸易区的这种结算、全球价值链的这种结算都是离岸的。因为它本来就是美国跟欧洲的贸易、欧洲跟日本的贸易，反正对一个国家来说各种货币都在兑换，离岸的时候，跟这个国家的本币可以是无关的。所以在新加坡的惠普的离岸中心，一年结算1000亿美元，它这1000亿里包含美元、欧元等各种各样的货币。各种各样的企业，各个国家都在新加坡结算，因为这个地方是离岸，没有跟新加坡的国内货币有关联。

所以，一个地方能够成为离岸结算中心有三个要素。一是这个地方的管制是放开的，不受国内的外汇、货币制度管理，是一个离岸的概念。二是所得税很低，15%。我刚刚说如果一个地方的所得税率是35%、45%，那在你这儿结算，还不如在别的税率更低的地方结算。结算了以后就有利润，对利润就可以收税，所以离岸结算中心的税率一定是低的。三是这个地方有发达的人才系统。比如说英国，当年的日不落帝国，虽然现在它完全不是了，但是它转化为比美国还大的世界离岸货币结算中心。全球离

岸每年的货币结算量是50万亿美元，但不等于有50万亿美元现金在这儿。它可以1笔钱转10次。1亿美元转10次就变成10亿美元，结算量的概念听起来很天文数字，50万亿美元，但其实真正的作为货币在转动的可能就只有几万亿美元。但不管怎么说，这是一个巨额的财富。

所以讲离岸问题的时候，并不去讨论你这个国家的本币是不是可以自由兑换，而是讨论你这个国家有没有开放的离岸系统。在2000年以前，中国不允许任何企业、政府机构、法人或者公民有离岸金融账户，所以中国的离岸金融账户是零。本人在2010年的时候想在重庆搞一个离岸金融账户，要把新加坡惠普1000亿美元的结算拉到重庆来，我要求惠普必须在重庆做结算，他说做到两条他就可以把结算中心迁过来。一是所得税率变成15%。15%的所得税率怎么办？西部大开发，15%的所得税率是中央定的，但要求的是鼓励类产业。金融离岸结算当然应该鼓励，所以15%所得税率解决了。二是离岸金融结算的外汇进出是要管理自由的。我们因为外汇进出口、贸易结算要填16张报表，但是离岸金融结算可能一张表就行了，它就是公司之间直接记录。从这个角度要求的就是方便。后来我跟中央申请，当时王岐山副总理管外贸，也管金融。我向他报告，他当时就问周小川，我们国家的离岸金融是怎么回事？他说1999年朱镕基总理搞开放，当时进行了开放试验，允许招商银行在深圳开离岸金融账户，其他比如工、农、中、建、交行都不行。我当时提出我们自己国家银行可以开离岸金融账户，后来领导同意，重庆就试验。我们就拿几百亿美元来试验结算。这一块比如现在的海南岛自由港就可以干这些事。

第二，国内货币和国际货币，讲中国人民币自由兑换的问题。人民币从1996年开始，已经实现了贸易项下自由兑换，进一步的人民币国际化要分三步。第一步，推动跨境人民币贸易结算。中国的人民币逐渐强大、稳定以后，如果常年利率、汇率都比较稳定的话，各个国家信任中国经济，愿意收了人民币也不去换美元，而是直接以人民币作为结算货币，那么这种就是跨境人

民币交易结算。从2010年起步，当年只有近千亿元的结算量，从这些年发展来看，2018年已经到7万亿元了。也就是说，中国进出口贸易里面有7万亿元人民币是人家收了人民币而不去收美元。第二步，推动人民币资本项下自由兑换。当跨境人民币贸易结算总量能够进一步发展到20万亿元，也就是国际贸易的50%以上可以使用人民币直接结算，那其实人民币就逐渐硬通货化了。当然这个事情需要10年到15年的时间。到2035年，中国人民币可能成为资本项下自由兑换的货币，成为世界各国愿意作为储备货币的货币，成为结算货币。第三步，30年以后，人民币是不是能成为世界的锚货币，就像各个国家的货币以美元为基准一样，有一天人家拿人民币做基准也可以。这是中国强大的基础。

第二个问题，食品安全。首先我们大米不会有那么大进口，你也别去担心转基因什么的问题。中国一年消耗粮食6亿吨左右，5亿吨是自己生产的，进口粮食，包括大豆、玉米、小麦占全国粮食需求的15%左右。中国的口粮、饭碗，掌控在自己手中，这是我们国家的基本国策。关于粮食安全我们首先要重视农业环保。比如我们要注意自己土地中的重金属，注意农田、农村的生态环保问题，还应该重视进口食品的弊病问题。现在的事情是什么？最近一年多，我们跟美国贸易战，从美国进口的猪肉少了，从俄罗斯进口的猪肉多一点了。十几年前，非洲猪瘟在俄罗斯泛滥，但十几年过去了，俄罗斯猪瘟的事还没解决掉。我们从它那里进口的猪肉里面还是有猪瘟的东西。去年一年时间里，开始七八个省，后来十几个省，到了年底二十多个省都有病例。你说的食品安全问题十分重要，是国门所在，国家命运所在。这件事不管自由贸易到什么地步，都是要管制住的国门。这又是一个概念。该管的就得管住。任何国家的自由贸易谈判里，对这件事，都是放在第一位的。不存在因为自由贸易谈判了，这个国门可以无节制地打开，这是一个真正的壁垒。

至于转基因这件事，公说公有理，婆说婆有理，这是一个科学讨论的问题，我不认为电视台过多地讨论是合理的，因为在没有严肃的科学认证和学术讨论的前提下，诉诸公众媒体搞全社会

讨论，只会引发民粹主义的浮躁。

提问2：

您好，黄教授，非常感谢您今晚的演讲。我有两个问题。第一个问题是，中国和美国进行经贸谈判，以前在入世的时候，我们以时间换空间，这次中美之间经贸谈判，我感觉是以空间换时间。可是现在的这种状态，劳动力成本升高，人口红利在减少，这是所有人都知道的，那么中国下一个十年的经济增长点在哪里，这个经济周期会是什么样子的呢？第二个问题，现在人均的耕地面积是不足的。大家经常会说18亿亩的耕地的红线不能触碰。是什么原因阻止了中央政府在土地资源的调配上没有进一步地推行新的政策？谢谢您！

黄奇帆教授：

第一，经过我们这一年的中美贸易战，总的来说，我们国家有礼有节的斗争也好，谈判也好，讨论也好，让中美之间都非常清晰地认识到和则两利，斗则两害。实际上，不管是美国还是中国，现在主观目标上都是相向而行的。签订这样一个合理的协定，是中美两国共同的利益，而且也会是整个世界贸易的一个重大的利好。实际上从去年12月1日，习近平主席和特朗普总统会见以后就确定了一些原则。这几个月，按照这个原则差不多又进行了9次讨论。现在不能说捷报频传，至少从大趋势来看，从特朗普最近发布的讲话来看，大体上，中美之间打打谈谈、谈谈打打，最终签订协议的可能性越来越大。

第二，在这个中美协定讨论当中，实际上有几类问题，有的是关于WTO的，我们承诺要遵守的，当时说有15年的过渡期，现在过渡期到了，我们基本上也遵守了降关税的承诺。事实上我们去年的关税率已经降到7.5%，与WTO国家平均关税率5%相比，许多标准都已经一致了。这个过程中，大家讨论到最后发现基本上都到位了，大家也就没意见了。这是一个概念。还有一类问题，跟WTO无关，属于刚才我说的以“三零”为基础的，新的贸

易结构下，世界经济出现了新的需求。原来国际贸易规则里面对于这种新的需求，也没有约定。现在大势所趋，美国需要这样，我们其实也需要。这件事经过了讨论以后，大家就形成共识。中国和美国之间，其实这次在这方面形成了很多新的共识。

第三，当然就是中国和美国有贸易差。我们每年进口美国1500亿美元，出口美国5000多亿美元，顺差3000多亿美元。中国和全球的顺差是4000多亿美元，其中90%来自我们和美国之间。从这个角度看，贸易结构是可以调整。贸易是各取所需，他们需要我们的商品，才会买我们5000亿美元的东西。如果真不买了，他们的老百姓也会发生各方面的困难。反过来，我们其实也是需要美国的，不管是飞机、粮食、石油、能源或者其他的制造业产品。大家放开一步，这个贸易顺差是平衡的，也符合两国共同利益。这件事应该说经过艰难、激烈的讨论，现在取得的成果，是全国性的一个重大利好。最近股市比较好，也是对这件事的反映。

第二个问题，人均耕地这个问题大家要这么理解。

全世界城市化的过程从来不是耕地短缺的过程。大家要明白，在农村里的农民，不管是美国人还是中国人，人均占地都在300多平方米。我讲的是人均占有的非农业用地，也就是造房子或者道路、绿化的建设性用地。由于城里造高楼大厦，土地利用比较集约，所以城里人一般人均占地只用100平方米。如果有1亿农民进了城，在城里面他要用100亿平方米，也就是1万平方千米的城市用地。但是农村里面的人均300平方米，所以实际上就会退出2万平方千米。最终随着城市化的推进，这个地球上的耕地只会越来越多，而不是越来越少。你只看到一个局部说城市化的过程中，一个个的村庄没了，那是城郊接合部。农民进城，土地应该是增加。全世界两百年的城市化进程，没有哪个国家说土地不够的，这是有事实统计数据的。为什么我们现在出现了土地不够？因为我们的农民两头占地。4亿人进城就需要4万平方千米，但这些人在农村里的土地从来不退的。先不说耕地，就单说宅基地等建设性用地，4亿农民就会占有12万平方千米。从这个意义

上，我们土地就紧张了。资源优化配置很重要一条是城市化率达到70%以上。整个农村里的农民走掉以后，那些宅基地应该可以复垦为农业用地。只要做到这一条，城市化从来不是土地不够的问题来源，反而会使耕地增多。

提问3：

感谢黄教授，今晚您讲的“三零”原则，我相信大家都非常认可，在中美关系背景下也应该很好地回应美国的诉求。

我的问题是关于“一带一路”建设。我想问的是这个建设怎样跟接下来的以“三零”原则为基础的国际贸易新格局契合？它们之间怎样融合？“三零”原则是对于我们主要的贸易伙伴欧美以及日本的，而“一带一路”倡议是基于什么样的动机？它怎样去融入新时代的国际贸易新格局？谢谢！

黄奇帆教授：

其实这两件事一点都不矛盾。“一带一路”涉及大约130多个国家和地区，强相关的有70多个国家和地区，占到全球30%多的经济规模。在这样的一个地区，实施“五通”，即政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通和民心相通，文化互相交流，人文互相交流，各个国家的政府的政策也是互相沟通。

第一，通过这个市场化、经济化的“五通”，最终促使“一带一路”沿线60—70个国家之间的贸易增加。贸易增加的最高形式，也就是这六七十个国家之间的“三零”，零关税、零壁垒、零补贴。其实是一样的，不存在发达国家要“三零”，而发展中国家就不要“三零”。它哪怕没有这个产业链，但如果实施了“三零”以后，许多的制造业产业链就会逐步进入这些国家，它至少可以做我们中国20世纪80年代所做的事情。我们国家事实上也是从20世纪80年代的加工贸易逐渐变成了产业链经济。实际上，加工贸易是产业链经济的一个初始阶段。我讲这段话的意思是我们国家推动“一带一路”建设，政治上是确立各个民族、各个国家共同建

设人类共同的家园这么一个诉求。然后和则两利，包容、共享、普惠这么一种原则。这种原则出来，不管你发达国家还是发展中国家都会有认同感，大家一起共同发展，这是第一点。

第二，我们提出的“一带一路”建设用的是经济原则。刚才说的“五通”，都是市场化、经济化的原则，在利益上是双向，并不是一个国家对其他地方无偿的援助，而经济上的一种发展，最终实现的是包容共享。那么是通过什么样的过程实现的？也是通过关税不断下降，壁垒不断减少，各种各样的补贴越来越平等来实现的。

中国自由贸易试验区建设的战略意义和重点任务

2019年11月27日

摘要：新时代，中国改革开放进入新格局、形成新特征，由出口导向、引进外资、沿海开放、第二产业开放、适应国际经济规则的五个基本特点，转变为既鼓励出口，又努力扩大进口；既鼓励引进外资，也鼓励走出去投资；沿海和内陆东西南北中同步开放；全方位宽领域多渠道开放；既适应国际规则，也介入国际规则制定的五个新特征。目前，我国存在金融业、服务贸易、教育卫生文化等政府公共服务和数字贸易的开放还不到位四个短板。中国将以自由贸易试验区的发展为契机，推动金融、服务贸易、公共服务和数字贸易的开放发展，推进新一轮对外开放五大新任务，即：进一步激发进口潜力、持续放宽市场准入、营造国际一流营商环境、打造对外开放新高地、推动多边和双边合作深入发展。

今天我们讲一个关于开放的题目，第一部分是讲在中美贸易摩擦的背景下，国家正在采取一系列的重大的开放措施，可以说现在中国比以往任何时候都更为开放。第二部分讲尽管过去40年我国的开放取得了很多成就，但我国的开放也有薄弱环节，有四个方面的开放度不够。第三部分讲现在我国建设自由贸易试验区的核心目标就是针对这四个开放度不够的方面，着力解决它。如果把这四个问题解决了，我认为中国就是对世界经济命运共同体彻底开放的一个国家。自贸试验区也是中国开放新高度、新深度、新广度的一个重要探索。

一

新时代中国改革开放的新格局、新特征

（一）过去40年，中国开放的五个基本特点及其重大成效

我们国家改革开放过了40年了，在过去的40年，我们国家的开放有五个基本特点：第一个就是以出口导向为基础，利用国内的资源优势和劳动力的比较优势，推动出口发展，带动中国经济更好地发展；第二个就是以引进外资为主，弥补我们中国当时还十分贫困的经济和财力；第三个就是以沿海开放为主，各种开发区或者各种特区，包括新区、保税区，都以沿海地区先行，中西部内陆逐步跟进；第四个就是开放的领域主要是工业、制造业、房地产业、建筑业等先行开放，至于服务业、服务贸易、金融保险业务开放的程度比较低，即以制造业、建筑业等第二产业开放为主；第五个就是我们国家最初几十年的开放以适应国际经济规则为主，用国际经济规则、国际惯例倒逼国内营商环境改革、改善，倒逼国内的各种机制体制变化，是用开放倒逼改革的这样一个过程。

这五个特点完全适应社会主义初级阶段的中国经济发展的实际情况，使开放很有成效，在中国改革开放的第一阶段起到了重要的推动作用。经过三十多年的发展，到2010年以后，中国在进出口上已经成了世界第一大的进出口贸易国，在引进外资方面也成了世界第二大的引进外资国家，整个中国的经济、GDP位居世界第二，中国的制造业也形成了世界第一大规模的制造业的集群体系、产业链体系，所以应该说我国改革开放第一阶段的五大特点的开放对中国的改革开放事业及中国经济发展起了极大的推动作用。

但是到了21世纪以后，特别是2008年全球金融危机以后，我们中国的开放也遇上了国际上越来越多的贸易摩擦。国际上一些逆全球化的势力愈演愈烈。与此同时，随着我国国内经济基础条件的变化、产业结构的变化、社会需求水平的变化，中国五大特点的开放模式、开放方式也出现了不适应中国经济发展的情况。比如，中国原来人口劳动力过剩、劳动力的人口红利很高、比较优势很充分的状况发生了重大变化，2012年以后我们每年退休的人员平均在1500万人左右，但每年能够上岗的劳动力，不管农村的、城市的，新生的劳动力是1200万左右。实际最近五年，我们每年少了300万劳动力补充。也正

是因为这个原因，这五年中国GDP增长率从原来的11%—12%增长下降到6%左右，这4—5个点下来，本来应该每掉1个点退出200万就业人口。为什么几年下来没有感觉到有500万、1000万下岗工人出现呢？就是因为人口出现了对冲性均衡，正好这边下降，要退出人员，跟那边补充的人员不足，形成了平衡，所以实际上我们基础性劳动力条件发生了变化，人口红利逐步退出。另外，我们土地成本越来越高，搞大规模出口这一类粗放型发展模式，已不适应中国内在的高质量发展要求。正是这种情况下，党中央审时度势，在党的十八大以后，在习近平总书记的领导下，推出了新的开放的方针和路线，形成了我国新时代开放的新特征。

（二）新时代中国开放的五个新特征

新时代中国开放的新特征也是五条，正好跟原来互相对应。

1．新时代中国的开放不再以出口导向为主，而是既鼓励出口，又努力地扩大进口

我们这五六年时间，每年出口增长率6%—7%，一位数增长，跟原来10%—20%多完全不同，但是这五六年，我们进口平均都有两位数的增长，10%以上的增长。这样就使得我国贸易逆差、顺差数据发生了变化。原来曾经最高的时候一年出口的量比进口的量多5000亿美元，在总量3万多亿美元进出口里面顺差5000多亿美元，现在我国4.3万亿美元进出口里面，顺差已降到4000亿美元、3000多亿美元，基数大了，顺差数量小了，顺差比例就低了。这是一个特点。大家要注意，出口大国不见得是经济强国，因为出口大国可能是来料加工型、劳动密集型、原材料粗加工、农副产品粗加工等，但是如果一个国家在五到十年里，连续都是世界第一、第二、第三的进口大国，那一定成为世界经济的强国。要知道进口大国是和经济强国连在一起的，美国是世界第一大进口国，它也理所当然是世界最大的经济强国。之所以是这样有几个理由。

第一，进口大国说明国内人民的消费能力强。任何一个国家都可

能有库存，但进口物资一般不会有库存，都是用多少进口多少。一般不会出现进口几十万吨的材料，然后放在那里压库存的情况。所以如果一个国家进口了世界上最大量的商品，那就说明其消费能力强。

第二，进口大国一定是有比较充裕的硬通货的国家，因为进口商品要支付外汇。

第三，进口大国由于进口量大，在国际贸易上有较大的定价权。

第四，进口大国的货币到了一定程度会成为硬通货。也就是说人家把东西卖给你，你就不需要付美元、英镑等硬通货，你可以把自己的本币往外支付，人家也接受。2010年，中国用人民币直接进行国际贸易支付结算的量只有几百亿元人民币。但是到2018年这样的交易量已经到7万亿元人民币，几乎等于1万亿美元。如果再过十年，中国进出口贸易支付结算量达到20万亿元，那人民币就必然地成为硬通货。就如同美国买卖天下的东西是用它的本币支付结算一样。所以说进口大国的本币到一定阶段就变成硬通货。

第五，进口大国还会有支付结算中的本币计价权。刚刚说的定价权不一定是用你的货币定价。比如你买人家一吨铁矿石是90美元，那就是用美元定价。你买的量大，你说90美元太贵，我要买85美元，这是在讲定价权。但是这里我们讲的是用人民币本币来结算的计价权，不管今后美元是贬还是升，我跟你买东西这会儿我们不仅是讨论以美元计价的定价权，还在讨论以人民币计价的定价权。如果一吨铁矿石定价是85美元，人民币算下来如果是500元一吨，那么过五年，不管美元、人民币是贬还是升，我还是按500元人民币一吨买。

当我们成为世界最主要的进口国时候，这五种现象都会出现。在这个过程中，中国的人民币就成了世界强势货币，同时中国就成了世界经济强国。

强国之路和进口有关。美国的铸币税是怎么赚的？美国每年印出很多美元，印刷100美元的成本也就是3美分，但100美元付出去，就换来100美元等值的商品。它是通过大量进口商品的过程把它的货币发到全世界，所以进口大国才会获得世界的铸币税。当我们一直保持着进口大国的态势，我们人民币不断往外支付的时候，实际上我们就

是在向全世界收铸币税了。

所以，现在我们国家进口特征开始强势体现了，这不仅仅是权宜之计，更是国家发展强大的必由之路。总之，进口大国是中国要成为世界经济强国的必由之路。我们在30年前说这个话就说得太早，说了也白说，但是眼下审时度势，是进入这个境界的时候了。

2．从引进外资为主，转变为既鼓励外资进中国，也鼓励中国企业走出去投资

这个五年，中国引进外资平均每年1300亿美元，五年下来，6500亿美元。这几年我们国家出去投资是多少？2013—2018年，中国各类企业到海外投资7200亿美元，走出去投资总量大于引进来的总量，这是很重要的一个新特征。在1979—2012年33年里，中国海外投资一共5000亿美元，但是这五年就投了7200亿美元。这五年大于过去33年的投资，这五年也大于我们引进来的外资，所以双向投资的特征就很明晰地显现出来了。我说的特征不是一个概念，不是一个想法，不是一个要求，而是已经实现了的真正的中国经济的新特征。

3．这五年我们国家开放已经从沿海先行开放、中西部逐步跟进的方式，转变为沿海和内陆双向同步开放、东西南北中全方位开放的方式

党的十八大以来，中国任何新的开放措施，都是东南西北中一体化开放。2000年前，国家开放一共有三类：20世纪80年代初期开放的14个沿海城市，27个经济技术开发区都在沿海地区；80年代中后期开放的五大经济特区：深圳经济特区、海南经济特区、珠海经济特区、汕头经济特区、厦门经济特区，都是在沿海；到1990年以后，浦东新区、天津滨海新区也是沿海。

浦东开发当时不叫经济特区而叫新区，是什么意思呢？是比经济特区还特，还是不如经济特区，仅是一般城市开放的新区？当时朱镕基对浦东新区有一个定义："新区新区不叫特区，不特而特，特中有特，比特区还特。"1990年，中央给浦东新区十条政策，十条就是十句话，文字只有1200个字，文件总是要穿靴戴帽，去头去尾的话，就

是800字左右。当时中央给浦东的政策很简单，朱镕基这么一解释后，我们把浦东1000多字文件变成十大政策性文件总共10万字，两个月搞好报到国务院。我们当时的做法，第一，就是把27个沿海经济技术开发区所有有用的干货、政策都纳入文件之中。第二，把五大经济特区所有的干货、政策都纳入文件之中。这两个层次过了后，新区新区，不特而特的内涵都有了。特中有特，就是有八条是原来特区不能做的，比如外资开银行、外资办保险、外资搞信托、外资搞百货商店、外资房地产搞土地批租，又如允许浦东新区搞保税区、证券交易所等。当时重点就放在特中有特这八个文件上。把开发区和经济特区所有政策抄在一个文件里是一个铺底，再搞八个特中有特的文件。这个文件搞好了，中央一批准，就干了。这个新区名词听起来是中性的，不叫什么经济特区，但是其实在当时比经济特区还特。上海浦东新区和天津滨海新区的功能性政策一直锁在沿海，到党的十八大以后，全国一下子批了15个，在中西部批准了10个新区，沿海加了5个，再加上原来上海、天津，全国一共17个新区。东中西都有一块。每个新区差不多1200平方千米。

又如保税区，2005年以前，中国共有80多个海关特别监管区，那个阶段，中国所有保税区以及海关特别监管区都跟中西部无关。党的十八大以来对内陆地区放开，现在中国有包括保税区在内的六大类138个海关特别监管区，其中最近这些年新批了60—70个，都批在中西部地区，形成了东中西全方位开放格局。党的十八大之后的开放措施，最重要的是自贸试验区，2014年在上海推出半年后，沿海增加了3个；又过了半年，到2015年，内陆又加了7个；1＋3＋7，11个。然后去年批了海南岛，今年又新批了6个，东南西北中，18个自贸试验区，其中中部和西部10个，沿海8个。

讲这个话的意思是，现在的开放，东南西北中一起开放。本质上，开放是一种理念、开放是一种制度、开放是一种办事的方式，和区位无关。在欧洲，德国在西欧的中部，不靠海，谁能说德国经济社会开放度比西班牙开放度要低？瑞士在北欧的中部地区，不靠海，谁能说瑞士比挪威不开放？也不存在。欧盟国家是一样的开放，一体化的开放。总之，开放是一种制度，是一种观念，是一种办事方法，所

以开放和地理位置无关。以前说和地理位置有关，是因为中国过去是封闭的，怕乱掉，先沿海开放，再慢慢地中西部跟进。现在要么不开放，要开放，东西南北中因地制宜一起搞。

4．中国现在的开放产业领域，已经可以用全方位、宽领域、多渠道九个字来概括，不仅是工业、商业、建筑业，而且把金融、服务业、服务贸易各个方面都全方位开放了

我们说1990年以后中国对金融就已经开始开放了，第一个外资银行、第一个外资保险公司、第一个外资证券公司、第一个外资百货商店都在浦东，1990年以后就起来了。但是实际在这个开放里面，我们形式上开放了，内在的约束还是很多。比如一个银行，我允许你开银行，但是银行开了以后，在31个省份、几百个城市里是不是可以搞分支机构？每一个都要像开一个总行一样审批，审批起来总是要两三年。这样的话，就使得这些银行有头无脚，有身体没有脚，实际上就跟开了一个办事处没有区别，做不出业务。工商登记执照上如果一个银行有50种营业范围，我可能只允许你做15种业务，你业务缺胳膊缺腿，不系统、不平衡，业务也很难展开。中国对银行业，1990年是上海、深圳等一些沿海城市开放，加入WTO后，我们金融业总体都开放了，各个内陆城市都可以办外资金融机构。但是为什么外资金融机构在中国全部金融资产里只占1.8%？说明开放程度不够。为什么工商产业中外资企业的资本金占中国的全部工商企业资产或者资本金的30%多呢？因为那个地方没有什么障碍，只要外资愿意，都允许干。从这个角度看，开放深度广度不同，现在要求对服务业、对金融业、对工商产业里面各种限制都要取消，都要放开，所以我们叫作全方位、宽领域、多渠道开放。应该说这件事，党的十八大以后开始推开，现在我们开放度越来越高，今后五年、十年这方面会越来越展开。

5．中国的开放已经不仅仅是适应外国国际惯例、国际游戏规则，而是开始介入国际规则的制定

我国已经是世界第二大经济体，又是第一大贸易国，国际游戏规则不管是投资还是贸易，我们都有一定的发言权，在这个角度，国际

贸易规则的修改我们一起参与制定，国际贸易规则中要有新的制度确立，我们也一起参与讨论、谈判，所以我们不仅仅是适应现行的国际贸易规则，而且开始进入、介入国际贸易规则的修订和制定，这也是一个很重要的变化。具体表现在两件事：一是WTO贸易规则的改革，我们现在既是WTO全面的支持者，也是WTO改革的重要推进者；二是FTA（双边或者地区间自由贸易协定）新的贸易规则讨论谈判当中，我们既是双边贸易谈判的推动者、积极参与者，也同样为了中国人的利益，为了国际贸易规则公平合理，进行各个贸易规则的讨论、谈判。“一带一路”建设方面，涉及世界130多个国家和地区，这方面的游戏规则导向制定，中国起主导作用。这是新时代开放的第五个特征。

以上就是我要说的这五年来中国在开放过程中形成的国际贸易的新格局、新的五大特征。这个新特征跟我们过去40年的五个特点对比，一方面原来五个特点我们继续包含着；另一方面，五个单向性的特点变成五种双向性特征，这五个双向性特征是强国之路，是今后几十年中国走向世界经济强国的开放特征，是引领我们今后二三十年开放的战略方针。我们可以说改革开放40年，如果再过30年，到2050年，差不多70年，这70年开放的特点可以分成两个阶段：第一个阶段，从1979年到2012年或者2015年这一段，这一段是30多年，是原来五个特点的解读；从2018年到现在，一直到2050年，也是30多年，这个阶段是新时代，具有五个新特征。总之，我们对中国进入这样一个开放格局充满信心，充满向往，一定会使我们中国沿着这条道路为人类命运共同体建设，起到一个推进者、一个很重要的基础的作用。这是我想讲的第一部分。

二
中国的开放目前还存在着四个短板

通过40年的改革开放，我们取得了许许多多重大的发展成就，那么，我们的开放格局当中还存在什么问题呢？确实存在，有四个问题。

（一）我们金融业的开放还不到位，是有限的

过去30年，从浦东开放起步，再到进入WTO，外资可以办银行、保险、证券，办各类金融机构，但是在三个方面是有限制的。一是在股权比上，外资办银行一般不能独资，合资的话，股权不能超过49%，是有限制的；外资办证券公司，在合资公司中股权不超过25%，没根本上开放。二是在准入前国民待遇上，还不到位。一些金融机构，外资不能设置、不能准入，缺少一个准入前国民待遇问题，国内可以搞的，外资不能参与。三是在业务范围许可上，也有一定的限制，注册登记营业范围的时候，如果一个国内金融企业机构通常有50种业务品种或者活动方式，外资可能只许可了18种或20种。以办银行为例，外资在中国要办一个银行，首先要设立办事处三年以上，三年后银行开办了，若要在中国大陆31个省份400多个地市州设分行或支行，也需要有一个比较长的申办过程。如果一个外资银行在全国各地没有相应的储蓄所市场网点，光杆司令一个，仅仅设立了一个总行，与办事处又有什么区别？正是由于这些限制，形成了这样的一种现象，在开放比较彻底的中国工商产业，外资工商产业资产占整个中国工商产业资产30%左右的比重，而在金融行业，外资金融资产5万多亿元，仅占中国金融资产300多万亿元的1.8%。

（二）我们服务贸易的开放还不到位，致使服务贸易的发展存在四个结构性问题

我国的服务贸易起步晚、发展快，大体跟上了全球服务贸易发展势头，2018年进出口总量达到7594亿美元，居世界第三位。但对比发达国家的服务贸易高附加值的行业结构，对比我国40年来货物贸易的发展速度，仍然存在四个基础性、结构性的问题。一是我国服务贸易逆差很大。2018年7591亿美元的服务贸易进出口总量中，逆差达到2922亿美元，居世界首位，占全球服务贸易逆差的40%。二是结构效益和附加值不高。我国服务贸易主要集中在人力密集型行业，而知识密集型、资本密集型、资源环境密集型的服务贸易能力很弱，均表现为大幅度的逆差。三是巨量的货物贸易对服务贸易发展理应具有的

带动优势没有发挥出来。我国是世界第一大货物进出口贸易国，每年4万多亿美元的货物贸易必然伴随生产性服务业，比如与货物贸易紧密相关的跨国运输、货物保险和贸易清算结算的竞争优势未发挥出来。四是跨国公司一方面在中国境内形成了全球产业链、供应链最为齐全的制造业，另一方面这些制造业企业产业链标准、供应链纽带、价值链枢纽的掌控企业，大部分都注册在海外，由此形成的服务贸易业务量以及清算、结算后形成跨国的专利版税、企业所得税也都算在海外。

（三）与政府管理相关的公共服务开放度不高、市场化不到位，教育、卫生、文化由于市场化发育不足，不仅对外资不够开放，对民间投资也不够开放

比如在医疗方面，现在每年有多少人过年过节、暑假寒假到美国、日本、欧洲去待一个星期体检。为什么，无非就是这些地方卫生医疗设备、检查的服务条件和态度比较好，不管老医生还是青年医生像天使一样笑脸相迎，非常温馨的问诊，最后你走的时候站起来把你送到外面，欢迎你再来。为什么每年这几百亿美元的市场服务让外国做，而国内做不起来？因为我们的医院忙得不得了。我们国内医院的医生忙到什么地步？一个医生，8点钟一进诊室，三个小时往往要看20多个病人，几乎不到十分钟要看一个病人。如果你多消耗一些时间，后面的人就等不及了。一个病人排了几小时的队，只看了几分钟的医生，心里感受就会很差，医生的天使性也被压抑了，因为太忙没时间。那能不能增加一些医院的编制呢？能不能增加一些医院呢？能不能在政府财力应对不了的背景下，增加一些外资、民营企业办的医院机构以缓解医疗资源不足呢？

总体上说，我们各大城市作为公共服务的医疗资源不足，供不应求，是一个不争的事实。按照世界卫生组织的一般标准，每100万人口应配置一个三甲医院，一个一亿人口的大省应该配置100个三甲医院，但实际上，许多省只能满足50%—60%的标准，有很大一块缺口理应通过市场化开放，引进外国专业医院机构和民间投资来弥补。

同样，在教育领域，开放度也不够。外资办的幼儿园、小学、初中、高中或大专院校总体不足。浦东开发初期，浦东新区办了一个中欧工商管理学院，EMBA和MBA的排名连续十年排名亚洲前列。目前，中国已经成为全球第一大国际生源国，根据教育部数据，2006年我国出国留学生人数是13.4万，到了2018年涨了超过400%，达到66.21万。根据中国产业信息网在2018年年中的预测，2018年中国留学市场规模将突破1000亿美元。在数量爆发增长的背后是层出不穷的语言培训和咨询机构、络绎不绝前往咨询和报名的家长孩子，还有一片繁荣气象的留学市场。在浦东新区，还有一个从小学到高中连读的平和双语学校，学校下设小学部、初中部、IBIB高中部和国际课程实验部，具有招收外国学生的资格。多年以来，各年级教学质量均在浦东新区名列前茅，是一所学生喜欢、家长放心、社会公认的好学校，每年报名数和录取数比例悬殊，令人咋舌。

（四）我们国家的数字经济国际化规模不足，数字贸易的开放度不到位

一方面我们国家的数字经济和贸易规模是全球之最，因为任何一个数字经济的商务模式跟14亿人一滚动就变成了一个天大的量，10万亿元、20万亿元、30万亿元的量，在这个意义上，马云、马化腾他们的数字化服务在世界上是排名前列的。但是这个数字服务的贸易最主要都表现在境内，一到境外就断开了。比如跨境电子商务已经试点发展了6年，到去年2018年，规模仅仅达到1500亿元，合250亿美元左右，只相当于4.3万亿美元货物贸易的0.6%。

马云、马化腾的数字经济跟Facebook、谷歌、亚马逊的区别在哪儿？在亚马逊的平台上，不管客户是美国的还是加拿大的。也就是说，在它上面的客户，进进出出的通达对象是以全球几十亿人为背景的互联互通。而我们的网络，说白了，中国14亿人在这个土地上形成了一个互相运行的网络，一跨境就做得很少了。

所以中国的数字经济，从国内看是规模巨大的、营业额达几十万亿元的服务业，从国际来看还只是规模很小的服务贸易。这个服务贸

易的量，占整个中国的服务贸易中的比例只有百分之一点几。而美国人的服务贸易中数字服务贸易的比例占18%。这就是我们和人家的差距。

我讲了这么四个方面的问题，这四个问题反映了我们现在开放度不够。这是我们对外开放高质量发展、高效益发展的薄弱环节。把这四块短板补了，中国的进出口贸易、国际贸易、对外开放的高质量、高效益就体现出来了。

三
以自由贸易试验区的发展为契机，推动金融、服务贸易、公共服务和数字贸易的开放发展

中国对外开放，过去几十年开放度已经很高了，但是新的高度、深度、广度在哪？就是在金融业开放、服务贸易开放、公共服务开放、数字经济开放，这些领域如果跟国际接轨一体化了，那么中国开放的高度、深度、广度就到位了。这样的一个任务交给谁呢？自由贸易试验区。这就是我要说的第三部分。

进入新时代，中国开放出现了新格局、新特征、新高度，为服务贸易发展带来良好的机遇。

一方面是中国开放出现五个新特征：一是从引进外资为主，转变为引进外资和对外投资并举；二是从扩大出口为主，转变为鼓励出口和增加进口并重；三是从沿海地区开放为主，转变为沿海沿边内陆协同开放、整体开放；四是开放领域从过去以工业、房地产等工商产业为主转变为工业、服务业共同开放，形成了全方位、宽领域、多渠道开放局势；五是从融入和适应全球经济治理体系为主，转变为积极参与甚至引领国际投资和贸易规则的制定修订。这些新特征，将贯穿于我国社会主义现代化的全过程，推动我国以更高层次的开放格局参与和引领经济全球化，推动世界经济朝着更美好的方向发展。

另一方面体现在新一轮对外开放的五大新任务。习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式上的讲话，从激发进口潜力、持续放宽

市场准入、营造国际一流营商环境、打造对外开放新高地、推动多边和双边合作深入发展五个方面阐明了中国新一轮开放重大重点任务。

第一，“激发进口潜力”，体现了我国对外开放的担当和风范。习近平主席明确指出，“中国主动扩大进口，不是权宜之计，而是面向世界、面向未来、促进共同发展的长远考量”“中国将进一步降低关税，提升通关便利化水平，削减进口环节制度性成本，加快跨境电子商务等新业态新模式发展”。从曾经的着力鼓励出口到现在的积极增加进口，体现我国对外开放的思维和意识在不断提升，敢于面对激烈的市场竞争、敢于与对手携手合作，这是一种大国的风范和气度。

第二，“持续放宽市场准入”，体现了我国更加开放包容的气度和自信。今年四月以来，按习近平主席要求，中国已经进一步精简了外商投资准入负面清单，减少投资限制，提升投资自由化水平。目前，正在稳步扩大金融业开放，持续推进服务业开放。这些举措，是新时代我国利用外资的重要突破口，对提升产业竞争力、推动创新发展、提高实体经济水平、把握发展主动权具有十分重要的作用。对我国企业而言，尽管会面临竞争加剧、迭代冲击等诸多挑战，但这种挑战正如当初加入WTO时所经历的那样，并没有造成农产品、纺织品等国内企业的溃败，反而是越来越欣欣向荣。相信伴随着市场准入的持续放宽，这些挑战必将转化为发展机遇。我们的企业应该有这样的自信和底气。

第三，“营造国际一流营商环境”，体现了我国从制度上打造权利平等、规则平等、机会平等发展环境的鲜明导向。改革开放以来，出于吸引外国资金、先进技术和管理经验的需要，我国对外商投资给予了以税收优惠、土地优惠为主的一系列激励政策。当前，全球引资竞争日趋激烈，不少国家要素成本比我国更低，政策优惠力度比我国更大。随着我国要素成本不再具有明显比较优势、优惠政策空间不断压缩，传统招商引资模式不再有生命力，必须转向更多依靠改善投资环境。习近平主席提出“加快出台外商投资法规，完善公开、透明的涉外法律体系，全面深入实施准入前国民待遇加负面清单管理制度”，“将尊重国际营商惯例，对在中国境内注册的各类企业一视同仁、平等对待”，必将有力地推动营造稳定公平透明、法治化、可预

期的营商环境，促进外资稳定增长，提高利用外资质量。

第四，“打造对外开放新高地”，体现了我们着力推动高层次改革开放新格局的意识和责任。过去，我国为承接开放，搞了工业开发区、保税区等开放要件，为探索自由贸易发挥了试验田作用。当前，开放水平越来越高，需要更高的平台承载高水平的开放，自贸试验区、自由贸易港是开放的最高境界，加快中国特色自由贸易试验区深化改革创新、探索建设自由贸易港进程，将是中国扩大对外开放的重大举措，将带动形成更高层次改革开放新格局。

第五，“推动多边和双边合作深入发展”，体现了我国秉持人类命运共同体理念的道义之举。历史和现实都告诉我们，开放合作是增强国际经贸活力的重要动力，是促进人类社会不断进步的时代要求。推动多边和双边合作，建设一个更加美好的世界，就应坚持开放融通，拓展互利合作空间；坚持创新引领，加快新旧动能转换；坚持包容普惠，推动各国共同发展。

第三方面是通过推动自贸试验区的建设，使中国的开放高度、深度、广度有了重大的突破，从而能够在政策上、制度上化解中国开放中的大短板。短短几年形成“1＋3＋7＋1＋6”共18个自贸试验区，东西南北中，波澜壮阔、如火如荼地展开。自贸试验区的目标是对标FTA，FTA是国家与国家之间通过协议，实现整体的自由贸易，而自由贸易试验区，则是在一个国家内部、某一个地方，进行自由贸易活动的探索，实现营商环境的国际化、法治化、公开化。自由贸易试验区的政策，集中表现在八个基本方面。

一是自贸试验区作为境内关外，一线放开、二线封闭的海关特殊监管区。海关政策除了体现在自用物资进口实行零关税之外，更主要的是在非关税贸易壁垒方面以自由化为核心，强调以贸易自由、投资自由、资金自由、运输自由、人员从业自由为重点。

二是税收优惠，形成万商云集的效果。鼓励高科技研发、战略新兴产业，包括相应的战略性新兴制造业和服务业，服务贸易实行五年内15%企业所得税，并视情况实行两免三减半、五免五减半的优惠政策，对于境外高端紧缺人才，还可由地方政策按15%个人所得税标准

差额返还。

三是凡是与跨国公司的全球产业链、供应链、价值链运营业务关联的企业，全面准入、放开，业务活动实行负面清单、竞争中性的管理制度。

四是支持自贸试验区内企业开展真实的离岸贸易、转口贸易、跨境电子商务贸易、保税展示贸易和服务贸易。对于合理的离岸转手买卖业务，海关可以根据国际惯例对贸易合同货单、贸易清算结算税单和物流仓储货单实行三单分离审核。

五是自贸试验区内金融机构和企业可以进行跨境发债、跨境投资并购和跨境资金集中运营等跨境金融服务。金融机构可根据国际惯例为企业开展联转手买卖业务提供便利的跨境金融服务等离岸金融结算业务。在金融机构准入、设立方面，就在这两年里，按照中央的要求，“一行两会”加上国务院的金融稳定发展委员会，四个机构相继出台了推动金融领域的全方位、宽领域、多渠道的开放。多个文件，共64条措施，其中属于开放市场准入的措施11条，属于把准入以后的企业股权比例放开限制的一共有24条，已经允许注册、准入的企业营业范围扩大、拓展业务品种的措施一共有29条。所以29＋24＋11，一共64条。如果读了，你会心潮澎湃，中国的金融服务业开始真正放开了。这些措施应该在哪里落地呢？总体上各大城市都可以做，但是重点当然在自贸试验区，自贸试验区的金融首先要在这些方面放开。

六是鼓励并推动数字经济、数字贸易发展，在国家安全的前提下，放宽大数据、云计算、人工智能及其数据处理中心领域的准入门槛，减少限制范围。

七是对教育培训、卫生医疗、物流配送、文化创意、科研创新、知识产权服务，对银行、证券、保险、产业链金融等金融行业，对跨境的物流配送、售后服务等生产性服务业以及各类进出口货物贸易相伴随的服务贸易，进一步放宽准入门槛，实行全方位、宽领域、多渠道的服务业开放方针。

八是自贸试验区实行营商环境国际化、法治化、公开化，在准入前国民待遇、负面清单管理、知识产权保护、生态环境保护、劳动权

利保护、竞争中性、数字贸易等方面形成国际化、法治化、公开化的营商环境。

自贸试验区的建设和发展，为中国开放带来了新的开放高度、深度和广度，为包含金融业、服务贸易业、教育卫生、文化创意产业、数字经济在内的广义的服务贸易发展带来了春天，带来了良好的发展机遇。要围绕我国服务贸易知识密集型、资本密集型、资源环境密集型的服务贸易能力弱的问题，围绕巨大的进出口货物贸易伴随的服务贸易潜力没有挖掘出来的问题，围绕全球相对最庞大的制造业产业链所伴随的“三链”服务贸易基地大部分在国外的问题，围绕教育卫生、文化创意产业开放度不够的问题，用足用好用活自由贸易试验区政策。自由贸易、贸易自由，顾名思义，自由贸易试验区首要宗旨就是要激活贸易，尤其是服务贸易。对我们来说，就是要解决上述服务贸易三大短板问题。

一要以自贸试验区政策带动发展保税展示、进口贸易、转口贸易、离岸贸易、跨境电子商务贸易、数字贸易、服务贸易等。

二要以自贸试验区政策带动发展与货物贸易相伴随的银行、证券、保险、保理、租赁、离岸金融结算、跨境人民币结算以及跨境发债融资、投资、并购、跨境资金集中运营。

三要以自贸试验区政策带动发展与跨国公司产业链、供应链、价值链运行有关的生产性服务业和服务贸易，包括科研开发、信息服务、仓储物流配送、第三方物流以及跨境大产品全球售后服务。要创造国际化的营商环境，吸引这些跨国公司，把“三链”服务相关的业务总部吸引到我国的自贸试验区来注册落户。

四要以自贸试验区政策带动发展教育培训、卫生医疗、物流配送、文化创意等与公共服务相关的服务贸易发展。

五要推动数字经济和数字贸易发展。服务贸易与货物贸易不同，与工业项目不同，服务贸易看不见、摸不着，要虚事实做，实现见项目、见法人、见场景、见效益、见集群“五个见”。我相信，当我们把自贸试验区政策用足用好用活的时候，当我们的服务贸易把与我国巨大的货物贸易相伴随的服务贸易潜力挖掘出来的时候，当我们把最庞

大的制造业产业链、供应链和价值链所对应的服务贸易基地体现在中国的时候，当我们把教育、卫生、文化创意产业开放度提升满足社会大众多层次需要的时候，当我们数字经济不仅在中国而且在全球经济中发挥重要功能性作用时，我们的服务贸易就实现了党中央要求的高质量高效益的发展，我们的服务贸易一定能在今后五到十年保持高速度发展的态势，到2030年前后，实现比2018年翻两番，达到3万亿美元的目标。

答 / 学 / 生 / 问

提问1：

黄教授，您好！我们中国内地其他地区如果说金融开放、服务开放的话，香港之前作为内地对外服务窗口、金融窗口的地位是不是会被削弱，这样的话香港未来产业的出路在哪里？

黄奇帆教授：

这个其实是不会削弱的。因为这就像三十年前，内地不怎么开放的时候，香港就很开放，然后这30年里面，内地各个城市包括上海、广东，都非常蓬勃地发展起来。香港在它的制度、辐射功能方面也没有发生变化。

具体地说，1990年，中国内地不怎么开放的时候，香港对内地的投资就占外资的一半。现在内地这么开放了，每年差不多1300亿美元了，香港还是能占一半。这就是水涨船高。这里面最关键的就是，中国香港特区这个制度是跟美国、欧洲完全接轨的。即使美国与中国内地有贸易摩擦，这5500亿美元的商品全加关税，也不会加到香港去。这个意义上，中国香港真正的制度优势是跟欧美资本主义制度完全一个板块。

再比如说招商引资，内地各个省市开放招商，营商环境改善，招商目的都是把内外资金招到本省本市，但香港不同，香港吸引到国际资金，不论是贸易融通的资金，还是投资资本的资金，90%以上是中转到内地去的，并由此形成金融中心、贸易中心、人才服务中心。正是因为这个原因，内地越是发展，香港板块也跟着水涨船高，这是一个互动的过程。

提问2：

黄教授您好，请问您怎么看待扩大金融开放，会有什么样子的后

果或者意义，以及我国金融业的监管或者体系固有的一些规则怎样去适应这样一个过程？

黄奇帆教授：

这个问题很重要。我刚刚因为时间关系没去展开。大家可以留意一下，在网上搜索一下2018—2019年党中央、国务院政策下发的文件，就是中国人民银行、中国银保监会和中国证监会，再加国务院金融稳定发展委员会四个部门，一共发了64个文件性的政策。这64个政策里面，国务院金融委发了11个，证监会发了20个，银保监会发了18个，中国人民银行发了15个，加起来64个。里面有三种类型，关于外资准入前国民待遇的文件有18个。就是18个原来封闭的、不让搞的领域都开放了。还有就是有关开放了以后，营业执照里面扩大业务范围、品种的内容的文件有29个。然后关于股权限制，本来只能有25%股本，现在可以有50%、70%。有关放开股权限制的文件有17个。

仔细把这个东西看一看以后，可以发现现在对金融业的开放是真正的大开放，许多外资，包括高盛、摩根士丹利这些大公司现在都在中国注册它们的子公司。一个非常开放的，就像我们的工商企业一样开放的一个外资金融机构的体系，今后五年一定会逐渐产生，外资金融占中国金融资产1.8%的局面，很可能五年、十年后就变成10%、15%了。

大家又会想着这些外资是不是来这儿做坏事？扰乱中国金融？不会。大家都要依法办事，因为政府的强大使得任何违法乱纪的事，不管你是外资，还是内资都一样会受到惩罚，越是国际企业，越是大的资产，反而越照国际惯例做事，越照你的法规做事，而且把国际惯例上许多优秀的做法带过来。开放不仅会带来国际资本，还会带来金融运行技术和管理，带来金融产品和市场渠道，当然也会带来与国内金融机构之间的竞争。但是，正是这种开放，会促使国内金融机构在与虎相伴、与狼共舞的过程中，由大变强，成为未来国际市场的优秀金融机构。开放带来我们的水平提高，而不是带来扰乱。

开放真正要防范的冲击是什么？是资本项下资金流动。所谓资本项下资金流动，就是如果你开放了，会让所有老百姓和企业能随意把人民币换成美元带出去。资本项下自由兑换只有等到人民币成为世界硬通货，真正成为国际货币的时候才可以放开，就像美国人从来不会对美元进出管制，因为它是国际货币。我们贸易项下自由流动从1996年就开始了，但是资本项下不能自由兑换，这个要管住。这个不管住，每天几十亿美元往外走，一年就会走掉几千亿美元，那是对国民经济的伤害。

还有一个，开放过程中大量外资跟我们融合在一起以后，美国人要在金融上跟我们搞金融战、汇率战也会增加很多难度。这就像关税战，当中国和美国的企业在产业链、供应链你中有我、我中有你的时候，他打我们一拳，自伤七成。如果金融都搅在一起了，也会出现这样的产业链、供应链上的你中有我、我中有你的效果。实际上开放才是中国金融安全的一个基石。

在金融上，我们现在只能铸牢盾牌，资本项下不能随意流动和开放，至少等到人民币逐渐国际化，成为世界的储备货币、硬通货了，那个时候也不需要管制，自然而然就会开放到位。

中美经贸

美国搞贸易摩擦的五个谬论、六个错误和我们的应对

2019年6月9日

摘要：2008年国际金融危机以来，美国政府债务高企，存在内在的危机。美国人通过打贸易战“薅羊毛”，从而转嫁危机。美国贸易谈判代表莱特希泽是出名的强硬派，参与了美日贸易战，强迫日本签订了“广场协议”，导致日本经济的长期停滞。2010年，他在美国国会美中经济安全审查委员会会议上，对中国进入WTO后的情况进行了评估，主张采取强硬措施与中国打贸易战，提出了五个观点：一是中国入世美国吃亏论；二是中国没有兑现入世承诺；三是中国强制美国企业转让技术；四是中国的巨额外汇顺差造成了美国2008年的金融危机；五是中国买了大量美国国债，操纵了汇率。这些强词夺理的逻辑，成了煽动美国朝野上下与中国打贸易战的理论支撑和思想基石。通过对其谬论的分析，发现美国政策制定者犯了六个错误。只要我们认认真真抓好六方面工作，抓好改革、开放、创新，做好中国自己的事，就能拥有应对与美国贸易摩擦的制胜法宝。

我们讲了世界金融危机这十年来，美国政府的债务和发展走势、内存的危机。美国人为了避免这么一个罪恶性的危机，总要有对策。这个对策对他们来说，就是大打贸易战。不仅跟中国，跟欧洲、跟日本、跟其他他们的盟友，也包括对东南亚或者对世界其他地方大打贸易战。通过打贸易战，转嫁危机，以邻为壑。

一

关于莱特希泽五个谬论的分析

莱特希泽是美国贸易代表，也是特朗普内阁的鹰派代表。他成名在三十多年前，参与了美日贸易战，是美国出了名的强硬派。2010年，他在美国国会美中经济安全审查委员会会议上，对中国在WTO中作用的评估，洋洋洒洒一万多字，一是骂遍了十几年来支持或赞成中国进入WTO的美国克林顿、小布什、奥巴马等总统以及美联储前主席格林斯潘、美国商业理事会主席罗伯特·卡普这样的经济泰斗；二是宣扬美国让中国进入WTO、给予最惠国待遇吃了大亏；三是主张采取强硬措施与中国打贸易战。这篇讲话既有七拼八凑的数字，又有强词夺理的逻辑，成了煽动美国朝野上下与中国打贸易战的理论支撑和思想基石。关于中国加入WTO，莱特希泽有五个观点：一是中国入世美国吃亏论；二是中国没有兑现入世承诺；三是中国强制美国企业转让技术；四是中国的巨额外汇顺差造成了美国2008年的金融危机；五是中国买了大量美国国债，操纵了汇率。

这些观点把美国经济自身存在的问题，一股脑儿安在中国头上，既有得了便宜还卖乖的油滑，又有农夫与蛇、恩将仇报之行径。深入分析，以正视听，十分必要。

第一，关于中国入世美国吃亏论。中国入世之后，中美双方互予最惠国待遇，互为重要贸易伙伴。2018年，双方货物贸易达6335亿美元，是1979年建交时的250多倍，是2001年入世时的7倍多；服务贸易达1250亿美元。中国和美国是互为重要的投资伙伴，2017年美国在华投资企业约6.8万家，实际投资超过830亿美元，中国企业对美投资存量约670亿美元。莱特希泽声称，由于中国入世，美国对中国贸易赤字在过去十多年几乎涨了4倍，美国吃亏了，并以贸易逆差为理由，挑起贸易摩擦。先不说双方对赤字数额统计有异议，美国认为4000多亿美元，中国认为是3000多亿美元。只要仔细分析一下中美贸易赤字的结构和来源，就能理性判断：（1）中美货物贸易，美国属价值链中高端，资本品、中间品居多；中国属中低端，以消费品和最终产品居多。（2）中国对美出口的产品，60%是美国企业在华生产的产品返销美国。2007年，《福布斯》杂志报告说：“中美之间悬殊惊人的贸易赤字很大部分来自美国在华企业生产后运往美国出售的商品。”（3）中国对美出口高科技产品，被莱特希泽报告认为：“在

计算机设备、器具和组件方面，对华贸易赤字已成井喷之态，迅速增长的计算机和电子元件进口已超过美国对华贸易赤字的40%，让美国计算机电子行业减少62万份工作。”事实是这些高科技产品大多是来料加工、代工组装的电子产品，进出口贸易值包含零部件、中间产品与国际转移价值，听着很多，实则营业收入和附加值很低。比如一台销售价为500美元的笔记本电脑，从美国等各国各地进口的原材料、零部件、中间品成本为250美元，美国的品牌商企业在研发、品牌专利、售后维护等方面的成本为110美元，各类物流销售成本为80美元，中国代工企业组装加工收入只有60美元，区区12%的代工附加收入，让美国跨国公司获取了丰富的中国制造业的比较利益，却要背负巨额贸易逆差之名，究竟谁吃亏，谁占便宜？

分析美国贸易赤字问题，不能仅仅看货物贸易总量差额，片面研判中美经贸得失关系，还要从美国的经济结构、金融特征深入分析，才能搞清为什么美国不仅和中国，事实上和全世界各国几十年来都是贸易巨额逆差的原因。（1）这是美国国内储蓄不足的必然结果。美国国民净储蓄率只有1.8%，必须通过贸易赤字大量利用外国储蓄才能平衡。（2）这是中美产业比较优势互补的客观反映。（3）这是国际分工和跨国公司生产布局变化的结果。跨国公司利用中国生产成本低、配置能力强、基础设施好等优势，来华组装产品、销往包括美国在内的全球各地。（4）这是美国对华高技术产品管制出口的结果，美国对中国出口管制的产品多达10个大类3000多种物品，由于冷战思维，让美国人自己关闭了增加对华出口的大门。（5）这是美元作为国际货币的结果。一方面收铸币税，几美分成本的一张纸，要世界提供100美元的商品；另一方面，通过逆差不断派出美元，美国逆差背后有着极其深刻的利益考虑和国际货币根源。

第二，关于中国违反入世承诺问题。一是关税方面。中国在入世前的关税总水平是15.3%，入世时承诺到2010年降到10%以内。事实是中国在切实履行加入WTO的承诺后，还主动单边降税，扩大市场开放。2010年，中国货物关税承诺全部履行完毕，关税总水平由2001年15.3%降到9.8%，但并未止步，而是通过签订自由贸易协定的方式，推进贸易投资自由化。据WTO数据，2015年中国贸易加权平均

关税率已降到4.4%，低于韩国、印度、印度尼西亚等新兴经济体，已接近美国的2.4%、欧洲的3%。在农产品和非农产品方面，已低于日本农产品和澳大利亚非农产品实际关税。2018年，中国将汽车整车最惠国税率降至15%，零部件税率从25%降至6%。目前，中国关税总水平已进一步降为7.5%。

二是不断扩大开放。中国入世以来，开放了外资投资领域；开放了商业零售、物流运输、金融业、律师、会计、管理咨询等服务贸易领域；开放了东西南北中，在中西部内陆地区同步设立了保税区、新区、自贸试验区。

三是深化改革。按照WTO要求，推动了营商环境国际化、法治化、公开化；推动了非公经济发展，非公经济占GDP比重从2000年40%左右提升到2018年60%以上；推动了国有企业市场化改革，一大批国有集团、大型银行、金融机构进行了股份制改造，IPO上市。

四是健全了法律。全国人大批准了生态环保、劳动保护、知识产权保护等一大批法规。

第三，关于中国是否强制美国企业转让技术问题。众所周知，引进外资、扩大开放不仅会带来外国资本，也会带来产品、技术、管理经验和市场渠道，这些都是根据市场契约、企业之间的合同产生的结果。在中外企业合作中，中国政府从来没有强制要求外资转让技术的政策做法。中外企业都是基于自愿原则实施契约行为，双方从中获得各自实际利益。一般来说，外资企业技术收入有三种方式：一是一次性转让，按转让价结算或入股折价；二是销售产品中包括技术收入；三是技术许可，收取许可费。这些都是国际贸易常规方法，莱特希泽把企业通过商业合同建立伙伴关系、转让技术、资源合作叫强制技术转让，荒谬透顶，完全是歪曲。

2009年以来，中国R&D投入每年达20%的增长，2018年达到2万亿元，仅次于美国，位居全球第二，占GDP的2.13%。除了2600所高校、10万家研究所、600多万研究人员之外，中国研发投入中，企业占到77%。对此，美国前财政部长，著名经济学家拉里·萨默斯曾评论说：“中国的技术进步来自哪里？来自那些从政府对基础科学巨额投

入中受益的优秀企业家，来自推崇卓越、注重科学和技术的教育制度，主导地位就是这么产生的，不应抹杀中国保护知识产权的巨大努力和成效。”通过商标法、专利法、反不正当竞争法和建立知识产权法院等，中国短短十几年建立了一套完备且高标准的知识产权法律体系，完成了西方几十年、上百年才完成的路径。

第四，关于中国顺差和外汇储备导致美国2008年金融危机的问题。莱特希泽在听证会报告说：“中国外汇储备从2000年的1650亿美元增加到2009年的2.4万亿美元，很大程度上归功于不断扩大的对美顺差。这些储备是如何导致2009年的经济危机的呢？中国购买美国国债，使其价格上涨，从而导致美国国债收益率低于应有水平。长期利率降低使得美国家庭消费水平提升，并扩大了储备和投资之间的差距。而且，因为外国储蓄主要通过政府或央行之手，流向美国国债之类的安全资产，私人投资者为了寻求高回报便转向别处，刺激了金融工程师开发新的金融产品。比如抵押债务，引发了次债。确实，贸易赤字显然在制造2008年破灭的金融泡沫方面发挥了重大作用。”

天下人尽皆知，2008年美国金融危机原因是2001年科技互联网危机后，当时股市一年里跌了50%以上，再加上“9·11”事件，美国政府一是降息，从6%降到1%，二是采取零按揭刺激房地产，三是将房地产次贷在资本市场1：20加杠杆搞CDS，最终导致泡沫经济崩盘。2007年，美国房地产总市值24.3万亿美元、占GDP比重达到173%；股市总市值达到了20万亿美元、占GDP比重达到135%。2008年金融危机后，美国股市缩水50%，剩下10万亿美元左右；房地产总市值缩水40%，从2008年的25万亿美元下降到2009年的15万亿美元。将这种危机归咎于中国，亏他们想得出来。

第五，关于中国外汇储备购买了1万多亿美元的美国政府债券、操纵人民币汇率的问题。莱特希泽在听证会报告说：“中国购买美国债券，并不是基于支持美国经济的无私帮助，那些购买行为是中国想要阻止人民币兑美元升值的必然结果。中国领导人必然将利用出口来维持稳定。”这个观点真是滑天下之大稽。谁都知道中国作为美国国债最大的外国政府买主，对维系美元的信用、世界货币的稳定起了至关重要的作用，这竟被曲解成是为了人民币贬值，如此这般让人情何

以堪，谁还会有投资美国国债的热情？事实上，由于美国经济的结构、体制，美国必须保持较大的逆差，向全世界输送美元，为此，美国不断降低本国制造业比重（只占国民经济的15%），以确保美国不断增加进口，输出美元；美国必须确保较大的国债发行能力，以确保政府收入维系美国的社会保障和军事能力，这是美元霸权的条件。谁都知道，美国需要外国投资者对美国国债拥有较大的热情，这是美国国债得以发行的重要保障条件。美国国债的发行过程也就是美联储美元货币发行的过程，这个过程除了美联储购买国债之外，亟需外国投资者购买。中国购买美国国债，到底谁是真正获利者？2012年，诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格利茨有过一番评论，大概意思是说："当今世界有个奇特的怪圈，发展中国家辛辛苦苦给发达国家打工，好不容易收入了美元，又将这些美元低利息地、上万亿美元地借给发达国家，买了发达国家的国债，而发达国家又将这些低息外汇，投资到发展中国家，赚取10%以上的高额回报。"这个论断被经济学界称为斯蒂格利茨怪圈。可见，谁是谁非，大家心知肚明。

通过以上五论，可以看到美国声称的中国是美国陷入困境的重要原因、是美国至今为止最大的贸易问题等论断完全是得了便宜还卖乖、蛮不讲理、倒打一耙的行径。中国入世以来，包括美国等国家的跨国公司对中国投资大幅度增长，原因在于中国有好的基础设施、好的开发区、好的且低成本的劳动力、好的营商环境、好的要素供应，包括能源、水电气等，最重要的是有上中下游产业链配套。明明是好的进步，怎么变成了问题的根源？须知这中间没有任何人能强迫投资，只有利润可观、法治清明，才能让跨国公司蜂拥而来。

在我看来，美国政策制定者犯了六个错误：一是他们没有反思一个基本事实。当年中国入世，美国没改变任何政策，没降低任何关税，没修改任何贸易法，美国进口限制或出口管制也没有特别取消，因为美国市场本来就对中国开放进口。什么都没做，也就没有任何吃亏。美国只是维持入世前已用于中国的市场准入政策。所以，中国入世，美国没损失。而中国降低了关税，开放了电信业、金融业等服务业服务贸易领域的投资，按低得多的关税在中国销售美国汽车，等等，美国企业受益良多。二是他们没有预见到最近十几年中美经贸合

作取得的巨大成就，是两国互利合作的结果。如果单单一方受益，一方吃亏，不可能取得这种成果。三是他们没有考虑中国入世后以开放倒逼市场化改革，改善了的营商环境得到了包括美国公司在内的全世界企业的青睐，中国劳动力、要素供给的比较优势，使包括美国在内的外国企业取得了丰厚的回报，外资投资也由此大幅增加了200%。四是他们没明白从1980年以来的30多年，国际贸易出现了新格局，70%的贸易量是中间品贸易，包括中美两国制造业在内的全球制造业的价值链、供应链、产业链一体化，变得你中有我、我中有你，已经无法采用重商主义时代关税或非关税壁垒来分割了。五是他们没反思2008年次贷危机的根本原因是美国经济脱实就虚，房地产泡沫和金融杠杆过大、制造业比重过低，产业空心化，结构失衡，造成贫富差距加大，再就业问题突出。六是他们没有认识到当今世界以邻为壑地把自己的问题转嫁给别人，利用自己的强国地位、货币信用为所欲为，是行不通的。历史证明，解决政府债务危机、经济泡沫的根本办法靠供给侧结构性改革；靠实体经济发展，拉动税收增长；靠合理的产业结构获取经济收益，平衡国际收支；靠经济要素供给总量合理，减少赤字，约束透支，让政府债务与GDP比重平衡。

二

特朗普高举加征关税的大棒、大搞贸易摩擦是损人不利己的政策，必将自食其果

第一，特朗普声称对中国出口美国的5000亿美元商品加征25%的关税，美国政府将多收1000多亿美元关税，这些都是中国支付的，以此论点获取美国民众对他的支持。实际上，这些关税是由美国的进口商支付的，最终必然转嫁到美国企业和民众身上。第二，出口美国的货物中相当部分是美国企业在中国投资后的出口货，加征关税，伤了美国自己的公司。第三，中国反制报复，加征关税。美国出口中国的1500亿美元商品中，相当部分为芯片、半导体等，是美国在中国企业的供应链中的战略物资，加税会增加他们在华企业的成本。第四，在贸易摩擦中，美国政府为了打击中国企业，采取高科技零部件断供措施，中国市场往往占了这些美国高科技企业20%—50%的份额，当你

断供中国，首先引发的事实是丢掉了市场，造成这些美国企业业务巨额萎缩、亏损甚至破产倒闭。第五，当今世界，每一个全球性商品生产都有上千家上中下游企业，构成了产业链、供应链、价值链，贸易战扭曲了产业链、供应链、价值链，要搬迁一个总装厂，牵一发而动全身，重新摆布少则两年多则四年，必然造成产业链的龙头企业在这三四年里丧失了产业链把控和供应链纽带管控能力，在国际企业跨国竞争中此消彼长，必将导致一批美国龙头企业就此没落。

三
关于围剿华为5G的科技战

相比3G、4G，5G的重要性史无前例。4G改变生活，5G改变社会、改变产业，除了家庭消费的高清视频、VR/AR等之外，5G未来主要是走向工业化应用，是今后十年科技竞争的制高点，是国家科技战略的重要支点，是数字经济时代的引擎。预计十年之后，在全球将形成上10万亿美元的产业链。

2G时代，中国全面落后；3G时代，中国开始露头；4G时代，中国基本跟进，进入第一方阵，不再落后；5G时代，开始领先，从芯片、终端和基站到网络和应用，5G产业链较长。中国在华为领头羊的带动下，在标准化、产业链布局和推进等方面起主导作用。

在4G领域还是全面领先的美国，在5G时代出现了问题。一是5G通信设备缺少供应商。欧洲有诺基亚、爱立信；中国有华为、中兴通讯；美国为零。二是波段问题。由于中低频率的波段被美国军方占用，在美国原来不许民用中低频率的波段。这些年美国民用通信领域只能使用高波段即毫米波段，所有商业开发者都集中在高频率波段，由于低频率波段的电波波长更长，传输距离更远，所需基站数量少、成本低、穿透能力强、覆盖范围广，而在高频率波段，电波波长不长，连树叶和人体可能都穿不过，容易受到阻挡，所需基站数量多、成本高、穿透能力差、覆盖范围小。现在美国紧急转向，调整政策，开放低频率波段，但为时已晚，在新一代通信基础设施领域的竞争中，美国已经无法保持领先地位。三是基站覆盖问题。目前，全球4G

基站500多万个，中国占370多万个，美国仅有40万个左右，其余各国约100万个。由于基站覆盖数量不足，美国部分中小城市尤其是边远农村地区的4G通信质量较差。四是通信领域基础科研问题。20世纪60年代以来，美国科研机构及其公司在通信领域全面领先世界，尤其是美国电报电话公司AT&T及其所属的贝尔实验室曾经二十多年独领风骚，取得了多项诺贝尔奖。20世纪90年代以来，美国因反垄断理由肢解了AT&T和贝尔实验室，自那时起，美国通讯领域的领先地位逐渐下降。

中国在5G领域一则有巨大的市场拉动；二则由于4G基站广泛覆盖，为5G基站建设打下基础；三则波段合适。2020年5G问世，中国必然成为全球标准，赢家通吃，胜者为王。大家只能向领头羊看齐，这很可能会改变第二次世界大战以来特别是冷战结束以来通信领域的全球发展格局。这是美国不能容忍的事，为此，美国以举国之力对华为进行了五大围剿：一是孟晚舟事件；二是以国家安全名义把华为列入限制性实体清单，禁销华为产品；三是高通、英特尔等产业链上游企业断供；四是谷歌对华为停供安卓操作系统，ARM芯片框架设计软件停止授权；五是把华为从IEEE、Wi-Fi联盟除名。

然而，这一次美国政府失算了。华为作为通信领域全球的领头羊企业，在5G基站、终端、相关芯片和其他网络设备上处于领先位置，并自主研发了操作系统，具有足够的实力和智慧化危为机。一是率先开发了全球领先的5G基站；二是大批量生产销售了世界一流的手机终端；三是研制开发了基站芯片、服务器芯片、手机芯片、AI芯片、路由器芯片和5G基带芯片；四是开发了能同时覆盖手机、平板电脑和笔记本电脑的鸿蒙操作系统，可替代谷歌的安卓操作系统；五是为防范供应链上部分产品断供、封锁，开发了相应的备胎技术。

四

按中央要求，以不变应万变，抓好改革、开放、创新，做好中国自己的事，是应对与美国贸易摩擦的制胜法宝

美国政府的贸易霸凌主义行为表现在四个方面：一是根据美国国内法单方面挑起贸易摩擦；二是片面指责他国实施的产业政策；三是以国内法长臂管辖制裁他国；四是将国内问题国际化，经贸问题政治化。

应对与美国的贸易摩擦，中国有足够的回旋余地，足够的韧劲，有足够的不管风吹浪打、我自闲庭信步的定力。对贸易摩擦，我们不愿打也不怕打，美国要打奉陪到底。与此同时，我们要按照习近平总书记的要求，以不变应万变，无论形势如何发展变化，中国都要坚持做好自己的事情。要认认真真抓好六方面工作。一是对贸易摩擦的艰巨性、长期性要有足够的准备，要做最坏打算。这场贸易摩擦轻则影响GDP的1%—2%，重则影响5%—10%，不仅影响进出口，还会影响就业，影响投资，包括国内企业和外资企业，会出现观望彷徨、减少当期投资。一些外资也会心存别意、撤资走人，要做好这方面的预判。还要防范贸易摩擦中，可能发生科技、汇率、金融等方面的摩擦，并警惕美国的长臂管辖、SDR特别指定国民名单、扣押美元资产、冻结结算系统，等等。总之，要尽早应对，未雨绸缪，提出对等的有效阻断措施。二是要把更多的增长动力转向国内需求上来，坚持“六稳”调控方针。做好因贸易摩擦而受影响的困难企业工作，落实减税降费措施，进一步采取措施化解中小企业融资难、融资贵的问题。三是加强供给侧结构性改革，强化产业结构调整。进一步拥抱全球产业链，抓好创新驱动，补短板，抓好战略性基础创新、产业链核心环节的自主创新，实现高质量发展。四是要加速国内改革。加强完善知识产权和私有产权保护，加速市场化改革，消除各种市场垄断，让市场在资源配置中发挥基础性决定作用。五是要进一步扩大开放。中国开放的大门不会关闭，只会越开越大，这是习近平总书记在多个国际场合反复强调的一句话。开放是中国的自主选择，决不会因为美国搞贸易摩擦而关闭大门。六是要捍卫多边主义原则。维护现存国际秩序，履行WTO原则，全方位开放，加强国际友好，积极参与并推动WTO改革。在应对与美国贸易摩擦的同时，另辟蹊径，与日、韩、欧盟、东盟深入探讨FTA，并争取早日与他们签订自由贸易协议。由此，美国的跨国公司也会奔向我们而来。毕竟，中国今后15年，会进口30万亿美元的商品，10万亿美元的服务贸易，中国又是全球制造业

产业链最齐全的国家，进口大国是世界强国，供应链的掌控是王中王。这样，贸易、产业、金融（进口可促进人民币国际化）都活了，从而实现变被动为主动。

答 / 学 / 生 / 问

提问1：

今天又一次见到老领导，觉得特别亲切，因为我原来是上海市政府法制办的。2000年的时候，您给市政府办公厅的工作人员讲过一次，那个时候咱们还在争取加入WTO的时候。19年过去了，因为我是前天听说今天有老领导的讲座，所以我积极提出来一定要来听一听。我知道今天的机会以后，回去特意翻了一下笔记本，是2000年7月28日在办公厅给我们讲的，时隔19年了。我现在在长兴岛开发办，也离开了市政府办公厅，首先欢迎老领导有机会到长兴岛看一看，看看长兴岛十几年开发建设的巨大变化。

我提两个问题。一个是近期的，一个是远期的。我们看到6月7日，习近平主席在俄罗斯说到中美不可能完全割裂。这是否意味着下一周可能中美贸易摩擦会有转机。还有一个远期的，我觉得前边老领导提到了，现在美国它基本上走到发美债，养美军，靠美军的实力维持它美元的地位，美元维持霸权地位可以继续发美债，美债美军美元这么一个循环，但它的这个玩法也不是长久之计，我想最后它玩不下去的时候，这个摊子怎么收？

黄奇帆教授：

第一个问题，如果从理性的角度讲，中美贸易摩擦，作为这一年多时间的一个过程，对双方都不利，和则两利，应该是有理性的政治家都会有这个清晰的判断的。所以在这个过程中，美国方面，作为打压的手段或者想要敲打一下，获得更多的好处的角度，会搞一些特别的令人感觉异常的极限施压，但中国方面坚定不移的底线划出来以后，如果你一定要坚持，最后鸡飞蛋打，对美国的冲击绝不会小于对中国的冲击。所以在这个意义上讲，特朗普现在对中国不管是征税还是别的举措，第一波是压在美国的企业身上。过它个一年两年三年，那么中国的企业为了改变市场

结构，可能会降低价格，相当于把这个征税压力转嫁于中国头上，但这个过程是几年后，这一波的压力首先是压在美国的老百姓身上。从这个意义来讲，包括封堵各种各样的技术和产品，首先是美国企业的市场就莫名其妙丢掉了，最近一段时间，美国企业联手，向政府提出，要求恢复对中国的供货等这一类的信息不断。所以我相信，中国和美国贸易摩擦会因为最终谈判，取得互相谅解的结果，形成协议。而且这个协议一定是在两国的领导人会面以后，产生的一种宏观的导向作用。所以对这件事，今年年内取得一定的成功，我是抱有比较多的、明确的、乐观的判断的。当然，我们也有一个清醒的判断，即使签了这个协议，并不等于中美贸易摩擦结束。长远看，打打停停、停停打打，今后十年二十年，会经常发生，这个是崛起的老二和守成的老大之间必然发生的一种现象。我相信，中国因为是一个和平的国家，在这个过程中，我们会用最负责任的大家互惠互利的方式来走。相信未来是好的，因为什么力量也阻挡不了中国的崛起。

第二个问题，其实我在今天第一个小时里讲到的概念里，已经说了，美国的确是要靠发美债来维持美国政府的运行，美国政府运行包括美国军队的强盛。美国在世界上，有五个第一。一个是军队实力第一，一个是美元霸权第一、货币霸权第一。第三个是美国科技力量的确全球第一。第四个是美国的农业也是第一。第五个当然是美国的工业体系，尽管它只占GDP的15%，但这15%的工业体系占了全球高科技的一半以上，因为美国15%的工业体系，已经基本上是为军工服务，为军工服务的工业，美国自己保留着，这里面就有一个军转民的高科技，这个意义上它的工业制造系统是世界最强的。在这个过程中，有刚才你说的那个循环，发美债养美军，有了美军控制了实力，继续强迫人家用美元。这个逻辑在美元信用没有完全丧失的时候，一直可以行得通，哪怕美元信用丢掉一半，在军队的护卫下也可以行得通。但一旦出现美国每年的财政收入，全部用来还美债本息还不够的时候，那么不管你用什么样的军队保障，不管你用什么样的霸凌主义的方式，你的美债都会发不出去，美元强盛的行情就结束了，那么美国国际地位的衰退也是免不了的。就此而言，下一次的经

济危机有可能从网络剥离资本的危机、房地产次贷危机导火索引发的经济危机转变为大规模的债务危机。当然，这是若干年后可能会发生的事。你说是遥远的，也的确是遥远的。

提问2：

黄教授，您好！请教一个问题，关于欧盟和日本，美国一定要他们选边站，其实我比较担心这个问题，如果不选边站的话，感觉还没那么大的压力，也许可以应付。请问您怎么看？

黄奇帆教授：

这个不用担心，因为既然是FTA，自由贸易协定，就是双边的，它不像我们20个国家，一起要投票，然后有一个投不同意，就不能通过。既然是双边的、区域性的，那就是博弈的谈判。每个国家都有每个国家的意志，这种自由贸易是以企业的利益为基准的。所以说，要胁迫一个经济体的自由贸易是不可能的。它在某个政治问题上，某一个事情上，可能会选边站或者有利益考量，但是在整体的这种经济圈的概念里，比如说你选边，不跟中国做贸易，中国每年三四万亿美元的进出口里面，有差不多1.6万亿美元是跟欧洲发生的，它不要，没这可能。在这个意义上，进口大国的进口量是王牌。产业链、供应链控制是王中王，谁拥有产业链、供应链的市场，谁就是王中王。不是哪个国家说了算，是市场说了算，是产业链说了算。大家要相信这个贸易结构、经济规律的作用。

提问3：

近些年中国的民营、外资等非公有制经济发展速度有所放缓，应怎样鼓励更多非公有制经济加快发展？

黄奇帆教授：

非公有制经济发展需要放在中国改革开放的历史进程中来考察。三十多年前，中国经济中国有成分占75%左右，民营经济和外资占25%左右；三十多年来，中国非公有制经济得到了长足发展，2016年比重上升到60%左右，民营和外资分别占45%、15%左右，重要性显著增强。那么是否再过十年，非公有制经济占中国经济的比重会不会进一步上升到90%以上呢？不会！一个成熟的经济体，政府每年总有占GDP 20%—30%的财政收入要支出使用，通常会生成15%左右的GDP，这部分国有经济产生的GDP是通过政府的投资和消费产生的，美国和欧洲各国都是如此。比如2017年，美国的GDP中有13.5%是美国政府财力支出形成的GDP。中国政府除了财政税收以外，还有土地批租等预算外收入，所以，中国政府财力支出占GDP的比重相对高一点，占17%左右。扣除掉这一部分，中国的国有企业在国民经济中的比重约为20%，这个比例已接近底限。所以，再过若干年，中国经济中民营、外资等非公有制经济比重最多能进一步从60%上升到62%—65%，现在已接近“天花板”，而国有经济比重也不会再有较大幅度降低，关键是做好国有、民营、外资企业均按照市场经济规律和现代企业治理规则有效运行，进一步深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业，进一步支持民营经济、外资经济改善结构、提升效益，加快发展。近些年，针对民营经济发展中遇到的融资难、融资贵、成本高等突出问题，中国政府出台了一系列财政、税收、金融扶持政策，鼓励支持民营经济加快发展。全国人大常委会今年10月刚刚通过《中华人民共和国中小企业促进法》（修订），为进一步改善民营经济和中小企业发展环境加强了顶层设计，提供了法律保障。

提问4：

中国政府在“一带一路”沿线国家进行基础设施大规模投资过程中如何避免因外力冲击而出现坏账？

黄奇帆教授：

这个提醒很有必要，“一带一路”建设是中国对外开放的重大战略举措，也是习近平主席提出的“构建相互尊重、公平正义、合作共赢的新型国际关系、构建人类命运共同体”的重要内容。其核心，就是要让“一带一路”沿线国家和人民，通过努力实现政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通。“五通”之中除了“设施联通”之外的其他“四通”，并不需要大规模投资，而更多是依靠遵循共商共建共享原则，增进战略互信，以最大公约数开展合作。至于实现“设施联通”需要较大投入，但绝不是由中国政府包打天下，而是按照市场经济规律，探索符合国际市场运行的商业化运作模式，采用开发银行和投资基金的方式来逐步推进。目前，400亿美元规模的丝路基金和1000亿美元规模的亚洲基础设施投资银行，已经按照市场化方式开展运营，未来将实现合理财务收益和中长期可持续发展。习近平主席提出的“六廊六路多国多港”为主体框架推动互联互通，得到了各国的广泛支持。具体到某个国家、某个基础设施建设项目，需要项目所在国政府和投资企业按照经济规律作出决策，中国政府并不寻求发挥决定性作用。当然，中国政府投入部分资金会起到“四两拨千斤”的引导作用。在过去四年中，中国企业对“一带一路”沿线国家累计投资超过500亿美元，贸易总额超过3万亿美元；预计未来五年，中国从沿线国家进口额将超过2万亿美元，对沿线国家投资1500亿美元，所有合作都是建立在商业化运作和互利共赢的基础之上。总的来看，中国推动“一带一路”建设，并不主要依靠政府投入，而是依靠不断完善合作规则，打造国际合作新平台，增添共同发展新动力。

近十年美国政府债务演变格局和风险含义

2019年6月9日

摘要：2000年以来美国发生了两次世界级的金融危机，第一次是2001年互联网科技股泡沫崩盘引发的金融危机，第二次是2008年房地产次贷泡沫崩盘引发的金融危机。时间过去了十年，如果2020年之后，美国再发生一次影响世界的金融危机，将是什么危机？毫无疑问，将是美国政府债务过重引发的美元信用危机，导致股市高位堕落。

自1971年布雷顿森林体系解体，美元脱离了金本位，形成“无锚货币”，美元的货币发行体制转化为政府发债，美联储购买发行基础货币之后，全球的基础货币总量如脱缰野马，快速增长。从1970年不到1000亿美元，到1980年的3500亿美元，到1990年的7000亿美元，到2000年的1.5万亿美元，到2008年的4万亿美元，到2017年的21万亿美元。其中，美元的基础货币也从20世纪70年代的几百亿美元发展到今天的6万亿美元。

美元的基础货币靠发债，这些年美国政府债务也从2000年的5.5万亿美元，到2008年的10万亿美元，到2018年的21万亿美元，2019年达到23.5万亿美元。近二三十年，美国有一种理论认为美国与世界上一般国家不同，各国欠的是外债，一旦超规模，就会导致危机，被债务逼死。美国政府发的是内债，欠的是美元债、是本币债，不是外债，美国政府加发的债，只要美联储多印一些货币就能平衡。因此，多点少点不必担心。这话也对也不对，在美国政府财政收入大于债务还本付息能力的时候，主权信用有效，没有造成美元信用危机时，是这样；但是物极必反，一旦突破了边界，就成了超级庞氏骗局，就会玩完。

本文系统地分析了这一演变过程。

今天是端午节的休假日。当时学校跟我说课程定在6月9日，开始我也没在意，后来突然发现是星期天，又发现是假日，我想学校怎么不放假，担心弄错时间了。前几天问了一下，还真是定在端午节，我说学生不是都放假吗？学校说你的报告，大家会来听的。我们再晚了就要放暑假了，所以定了这个时间。

今天讲一讲近十年来，也就是2008年的美国次贷危机爆发以来，美国政府债务的发展情况、内在的风险的状况。这种状况，预示着今后几年，可能在美国发源一场整个世界避免不了的大地震，或者大的金融风暴。而且我认为这个金融风暴的级别，不亚于2008年国际金融危机。

经济学理论告诉我们，GDP除了作为一个国家每年经济增长情况的综合反映指标之外，也是一个国家一些重要经济要素发展状况是否健康的标尺。比如，M2、政府债务、股市总市值或房地产总市值与GDP之比在经济正常时一般不超过1：1。当某个方面经济过热时，这些指标中某一个或某几个与GDP的比值超过1：1时，表明经济的某个方面或整体出现泡沫；当达到1.5：1或更高时，表明经济出现严重泡沫，可能会出现剧烈震荡甚至市场崩溃，从而矫正修复相关指标，回到1：1以内，如此这般，周而复始。

从美国来看，2000年美国GDP是10万亿美元左右，政府债务是GDP的55%，房地产市值是GDP的81%，M2是GDP的70%左右，都在安全范围内，没什么问题。但由于当时互联网经济狂热发展，股市出现了严重泡沫，股市市值与GDP之比达到创纪录的183%，由此导致了2001年的股市大崩盘，几个月内股市总市值与GDP之比从183%降到了90%，重创了美国的经济，再加上“9·11”事件，使之在21世纪初进入了危机状态。面对这种局面，美国政府为了刺激经济发展，一方面下调利率，从2000年的6.5%下调至2003年的1%，大大降低了整个社会借债成本；另一方面，采取了零首付按揭贷款的方法刺激房地产，这样的100%按揭贷款加低利息，当然促使房地产疯狂发展。与此同时，美国人又将这类有问题的房产按揭贷款（次级贷款）转化为抵押债券，通过CDS在资本市场做高杠杆交易，进一步引发了证券市场的泡沫发展。到2007年，美国房地产总市值24.3万亿美元，大大超

过了当年14.7万亿美元的GDP，与GDP之比达到173%，而在2000年前后，美国房地产总市值与GDP之比仅为80%，7年时间翻了一番以上，总量增长了3倍以上。股市总市值也达到了20万亿美元，与GDP之比达到135%，形成了次贷危机，并引发了人类历史上最大的全球金融危机。这场房地产次债危机引发的金融危机，导致美国股市缩水50%，全美股市总市值从2007年的约20万亿美元缩水到10万亿美元左右；美国房地产市场的按揭贷款主办银行房地美、房利美几乎面临倒闭，按揭业务从2008年到2010年三年全部停顿，房地产总市值从2008的25万亿美元缩水40%，下降到2009年的15万亿美元。

2018年是2008年国际金融危机十周年，如果说2001年的金融危机靠降息和房地产次贷刺激使美国经济走出阴影，恢复景气。那么，2009年在股市、房市一片狼藉中，美国人又靠什么拯救、刺激经济发展呢？我们知道，这一次美国靠财政举债，靠政府透支，靠Q1、Q2、Q3的货币放水，直升机撒钞票。从20世纪70年代以来，美国经济有整整三十多年政府债务与GDP之比均没有超过70%，但2009年开始美国的财政债务与GDP之比从2007年的62.5%、2008年的67.7%跃升到2009年的82.4%，以后几年一发不可收拾，十年下来到2017年，美国政府债务总量从2007年的9万亿美元上升一倍多，达到20.44万亿美元，是GDP的105.4%。要知道，美国联邦政府债务并不包括州、市县地方政府债务。如果加上50个州和市县地方政府的5万多亿美元债务，总量接近26万亿美元，全美政府债务与GDP之比已达到130%左右。

分析21世纪以来美国解决经济危机的过程，我们看到2001年互联网经济过热导致的股市危机，因房地产市场的发展而对冲化解，却又引起了2008年更大级别的国际金融危机。那么，这十年靠财政举债、货币政策放水平衡化解了次贷危机、金融危机，会不会因美债危机、美元危机引发一场大级别的股市灾难、经济危机呢？对此，有三种认为不会发生这种问题的观点。一是认为目前的美国经济很景气，宏观上看，正处在股市指数高位、美元汇率高位、经济增长率高位，在具体结构指标上看，正处在企业利润上升、贷款意愿上升、贷款违约率较低、失业率较低，特别是10年期国债与2年期国债收益差值不

小（差值愈小，甚至负值倒挂，则表明美国经济趋弱），这些指标都是近十年来最好的。所以，美国经济不至于衰退。二是认为美国国债利率被视为全球市场的基准利率，是全球信用体系的支柱。如果政府债务违约，必将导致支柱倒塌，导致私人间信贷难以定价，导致全球流动性短缺。所以，大家的共识是美国政府绝不会让国债轻易违约，在当前美国国债评级还非常高的情况下，美国国债违约可能性几乎为零。所以，尽管美国政府债务很高，但完全有信用借新还旧，不会发生债务违约等流动性风险。三是认为美元作为世界储备货币，美国想还债，只要美联储多印些美元就行了。

以上三种说法，第一、第二种是经验之谈，有它的道理，但并不绝对，第三种说法是无知者的直观感觉，似是而非。这三种情况成立只有一个边界条件，那就是信用还在，债务率、债务杠杆还没有到极限，一旦美联储过度透支了信用，造成了美元贬值、信用下降，世界就会减少美元的使用；一旦美国政府出现了债务杠杆过高，出现了美债违约，美债就无法顺利发行，借新债还老债的玩法就会失败；另外，尽管美国股市、汇市、经济增长率等许多指标处在高点，但是高处不胜寒，是否正是拐点临近的征兆？借的债，总是要还的。欲使其灭亡，必先使其疯狂。金融泡沫越大越圆，离它的破灭往往越接近，而且，这种破灭往往是在人们意想不到的短期内瞬时完成的。

那么，有没有一个明确的标准，能确定政府债务上限达到什么水平时，美国经济就会陷于困难、绝境？当然有。美国政府的债务有三个上限。第一种上限，作为良性的上限，是不影响机构正常运行的债务上限；第二种上限，作为有问题的上限，是影响机构运行但不致命的债务上限；第三种上限，作为会导致经济恶性崩盘的上限，是终极上限或者致命上限，会导致股市崩盘、美元崩溃的上限。第三种崩盘性上限，具体的定量标准是什么？大体就是，每年债务付息＋到期债务＝全年财政收入。这将导致每年几万亿美元的国民教育、卫生等政府公共服务正常支出无法维持。按照近几年美国债务的增长率和增长额推算，再过五年，到2023年，美国政府债务总量有可能超过30万亿美元，再加上美国州政府、市县政府等地方政府债，债务与GDP之比将达到150%左右。届时，美国政府的全年税收收入全部用来清偿

利息和到期债务还不够，将达到第三种上限。

我们知道，主权国家之所以能发行货币，过去主要依据金本位、银本位等贵金属本位，现在主要依据GDP发展支撑，本质上是政府税收、财政收入支撑。政府的税收收入、财政收入是主权货币发行的依据，但是如果一个国家的债务利息和到期债务把全年的财政收入消耗完毕了，就没有信用再发国债，就会降低发行新债还旧债的融资能力，导致重大的金融危机。例如，美国政府这样做的话，美元公信力就会大幅下降，美国经济对世界经济的影响力也会下降。从这个意义上说，货币的命运最终也将成为国家的命运。因此，债务上限的控制能力决定一个国家货币的全球公信力。政府债务透支到了极度上限，必然导致货币失信、大幅度贬值，引发大规模的混乱和局势动荡。事实上，如果美国政府债务增长率今后几年保持不变，不必等到2023年，不必等到美国政府债务触及会导致经济崩盘的恶性债务上限，各类经济体就会打提前量预防设防，一场与美元、美债相关联的大级别全球金融危机就有可能发生，这将是一个超过50%可能性的大概率事件。

对美国来说，为了经济复苏，采用扩张政策，搞一些财政赤字和增发美元的措施无可厚非，虽然这种扩张过度可能会引发财政危机和通货膨胀，进而迫使利率上升，抑制投资和消费。但是，由于美元的世界货币地位，高利率会吸引海外资金注入套利，外国投资者会更多地买美国国债和美元资产，使美元升值降低进口成本，在一定程度上又弥补了政府投资的不足，抵消财政赤字对投资的消极作用。正是这种原因，促使这几年美国经济增长率、企业利润率、失业率等经济指标都还不错，不至于马上衰退。但是，如果债务与收入比在一段时间内快速上升的话，就说明这段时间内产生的大量债务并没带来收入的相应增长。一旦借了超过自己收入能力的债务，走向极限，最终必然会导致违约。对一个国家来说，则会导致经济危机。根据国际货币基金组织的研究，一国债务与GDP之比在五年内涨幅超过30%的话，大概率会在随后的五年内爆发经济危机，美国次贷危机后的十年，可以说连续已有两个五年债务都增长了30%以上。所以，按现行美国举债速度和赤字增加速度如果不变的话，要不了几年，美国经济将被债务

大山压倒。

大家会问，这种情况下，美国国会会不会批准这个不断提高的政府举债上限呢？美国国会批准提高债务上限过程应该更加曲折，但还是会批准。因为不得不批准，毕竟它只是两党政治吵闹的插曲，不是根本，只是程序，不是根源。那么，美国会采取什么经济措施来缓和平衡美国政府债务率过高的问题呢？从过去几十年历史经验看，大概率会采取三种措施。

第一种是美元贬值、通货膨胀。为了维护美元地位，维持债务融资来源，美国采取直接违约的可能性极小，但却不能排除美国政府以间接方式违约。这些方法包括美元贬值和通货膨胀。有三个历史性案例：一是1933年，美国因美元贬值，废除国债的黄金条款，国债购买者不能按原契约换取相应黄金；二是第二次世界大战后，美国采取通胀办法，每年通胀6%，五年总债务占GDP比例能减少20%左右，十年能降低40%左右；三是1971年美国单方面停止美元兑换黄金，致使布雷顿森林体系崩溃，继而确定了牙买加体系。总之，采用美元贬值和通货膨胀变相违约，早已是美国减债减赤的惯用手法。

第二种是通过加息缩表剪羊毛，以邻为壑转嫁危机。美国每一次加息周期往往会演化出某一领域或某一地区的经济危机、金融危机。20世纪80年代以来，美国有4轮加息周期，80年代加息的尽头是拉美债务危机；90年代加息的尽头是亚洲金融危机；2003年开始的加息周期尽头是全球金融危机。目前这轮加息周期从2015年12月开始，2015年、2016年、2017年各加息一次，2018年已经3次，预期全年加息4次。那么，这次加息的尽头是在什么地方、什么领域出现大级别的危机呢？由于加息，美元走强，近几个月继巴西里拉之后，南非兰特、印度卢比、印尼盾、俄罗斯卢布、阿根廷比索都在大幅贬值。因此，现在大家有种预感，近期的新兴市场货币贬值是否表示新一轮金融危机将表现在新兴市场？

第三种是以全球经济老大的实力改变游戏规则，大打贸易战意图获取超额利益弥补、化解债务困境。美国经济结构有很大问题，其GDP中85%来源于以金融为中心的服务业，制造业只占11%。美国巨额的贸易赤字根本就是自己的经济结构造成的，而不是别国造成的。

怪罪于别国，完全是一种得了便宜还卖乖的行为。金融业属于精英产业，对劳动力吸纳能力非常差，比如美国金融中心华尔街总共才吸纳30万人就业。美国政府提出要重新振兴制造业，但谈何容易，冰冻三尺非一日之寒，没有五到十年根本转不过弯来。2008年金融危机后，美国经济表面上恢复很快，但是结构不好的情况越来越严重，在新增GDP占比中制造业一路走低，金融与房地产占比一路走高，贫富分化越来越严重，贫困人口占比从十年前9%上升到20%。特朗普提振经济的减税、关税、基建三大措施叠加加息缩表后的美元升值回流，相当于给美国经济打了兴奋剂，短期看经济数据还不错，但经济结构性矛盾并未修复。大基建由于美国政府拿不出钱来而势必落空，其他几个短期兴奋剂式的措施，只能是暂时缓解美国经济中的结构性困难。在这种背景下，美国不是着力调整国内经济结构，促进经济良性协调发展，认认真真、持之以恒地节约开支、减少赤字特别是减少军费来化解国内财政债务危机，而是四处开火，对欧洲、北美、日本，特别是中国大搞贸易战、单边主义、逆全球化。事实上，美国的这些作为和措施，是无法解决美国经济内在的、固有的结构问题、债务问题的。

总之，解决危机最不能容忍的办法有三种：一是不能为了掩盖矛盾、缓和矛盾而把现在的危机推向未来，导致未来更大的危机；二是不能用一个倾向掩盖另一个倾向，走极端，采取一种措施解决一个危机而引发另一个更为严重的危机；三是不能以邻为壑地把自己的问题转嫁给别人，利用自己的强国地位、货币信用为所欲为。历史已经证明，不论是解决政府债务危机还是全社会债务危机，解决办法的根本是靠供给侧结构性改革；靠经济发展拉动税收增长；靠合理的产业结构获取经济收益、平衡国际收支；靠去杠杆、降成本、补短板，去过高的财政杠杆、金融杠杆，减少赤字，约束财政透支，让财政债务与GDP比重平衡；靠经济要素供给总量合理、结构相对均衡，M2、股市、房地产市场、政府债务等指标与GDP之比保持在1：1左右。对一个国家如此，对全球经济运行也应当如此。

美国金融战的内涵，我们的应对与化解
在复旦大学经济学院全球校友会2020年年会暨“世界大变局下的中国经济、科技与金融”论坛上的演讲

2020年1月11日

摘要：美国的贸易战不仅仅是关税战、壁垒战，它还包含着金融战。金融战里面有汇率战、长臂管辖战等。2015年美国国会通过了一个“2015年法案”，法案里面确定了美国搞金融战的内容。一旦某个国家被美国财政部确定为操纵美元汇率，美国政府就可以启动汇率战，在金融方面就可以采取十大制裁措施。我们的应对和化解要采取四个方面的措施，第一，人民币国际化。不断地扩大和推动跨境贸易人民币清算结算，和贸易大国签订两国之间本币互换协议，不断推进离岸人民币结算，增强大宗物资进口以人民币计价的定价权，主导“一带一路”上的各种投资或者贸易。第二，瞄准重点，补齐金融短板。解决好工商企业负债率高和金融企业自身的高风险问题。第三，进一步改善资本市场，抓好资本市场一系列基础性供给侧的改革。第四，做好金融战攻防的应对。抓好CIPS备胎建设，坚持资本项下人民币不能自由兑换，推出带有主权信用意义的数字货币，进一步扩大金融的开放。

各位来宾，下午好！很高兴参加今天复旦大学经济学院全球校友会的年会。按照会议的主题，我想了一下，和张军商量了一下，讨论一个大家关心的问题——美国金融战的内涵，攻防的重点，以及如果发生中美金融战应该怎么应对和化解。

大家知道近一年半，中美贸易摩擦、贸易战的剧情不断发展、演变，有时候硝烟弥漫，有时候又柳暗花明。最近应该说是柳暗花明，

1月12日，刘鹤副总理将带领团队去美国进行中美第一阶段经贸协议的签约，标志着这一段贸易摩擦硝烟的消散，预示着2020年中美之间的经济关系会相对顺利地发展。当然经过这一年多的贸易摩擦的过程，我们对美国与世界有关国家和地区搞贸易战有了更深刻的理解，以前美国跟欧洲、日本或者其他地方发生贸易战，我们可以关心，但是无关痛痒。这两年贸易战发生到中国，我们应该对美国的贸易战有更广泛、深入的了解。

一
美国金融战的内涵

美国的贸易战不仅仅是关税战或者科技贸易的壁垒战，它还包含着金融战，金融战里面有三个内容：第一，汇率战；第二，金融战；第三，长臂管辖战。这三方面内容合在一起形成金融战的内容。这个内容很具体地表现在2015年美国国会通过了一个法案，这个法案就叫“2015年法案”，法案里面确定了美国搞金融战的内容。一个国家只要触犯了美国操纵汇率国、长臂管辖范围的条款，被美国财政部确定为操纵美元汇率，美国政府就可以启动金融战，在金融方面就可以采取十大措施。

第一条，美国政府所有贸易公司不得和这个国家的贸易公司做任何贸易，既不卖，也不买，贸易上互相脱钩。

第二条，美国所有银行、保险公司不得和这个国家的企业发生信贷、信用、保险的业务。

第三条，美国资本市场和这个国家的企业要逐渐脱钩，已经上市的可以让其退市，新的想上市IPO一概不得进入美国资本市场。

第四条，美国信用评级公司对这个国家政府的信用和企业的信用降级。

第五条，美国政府方方面面和这个国家正在推进的贸易谈判、协议谈判及各种合作谈判都停下来。

第六条，在特定情况下，美国政府可以对这个国家的企业的海外

资产给予冻结。

第七条，美国政府对这个国家的企业在世界各地的商业活动，可以认为违反了某种规则，给予高额的罚款。

第八条，支持鼓励比特币的网络系统，让这个国家的外汇或者各种资产通过这个网络系统跳过汇率管制、货币管制流失到国外。

第九条，美国掌控的SWIFT系统（环球同业银行金融电信协会），可以切断这个国家通过SWIFT的国际贸易清算，阻断它的贸易关系。

第十条，鼓励或者推动这个国家资本项下货币自由兑换，这样为美国实施金融战、汇率战打开缺口。

因为时间关系，我不能把这十条内容具体展开，大家只要稍有金融常识、经济知识就能理解，如果以美国的金融和经济实力对某一个国家采取这些措施，那就意味着经济金融领域的全面战争，就是金融战。面对这个情况，我们不能大而化之、听之任之，更不能麻木不仁、不当回事、无所作为。美国金融战的这些制裁条款在过去20年，不仅在俄罗斯、阿拉伯地区国家实施过，而且或多或少在欧洲、日本等国家或地区亦都实施过，但是这十个条款一起集中写在法案里，这在2015年还是第一次。其实我们国家应该把这个法案翻译成中文，让金融专家了解了解，否则就是盲人摸象，只知道一端，不能系统、全面地了解。在这里，把这个法案当中关于金融战、汇率战的内容让大家知晓，就是今天所说的金融战攻防的内涵。

二
我们的应对与化解

作为我们国家来说，面对有可能发生的金融战，我们应该怎么应对？我国有关的金融管理部门这些年其实很睿智，在四个方面都在展开各项措施，做出各种有积极防御、应对意义的措施。

（一）人民币国际化

在清算、结算过程中，在人民币和美元的关系上实际上最近十年我们做了很多工作，表现在五个方面。

第一，我们不断地扩张和推动跨境贸易人民币清算结算。这一件事情最早是周小川行长2009年提出来的。2010年跨境人民币交易清算的量其实不到1000亿美元，每年在推进发展，到了2019年，实际上跨境人民币交易量达到7万亿元人民币，这应该是很大的量，整个中国跨境的进出口贸易实际上2019年是4.3万亿美元，也就是说我们跨境以人民币为结算货币的直接贸易已经达到1万亿美元。如果再过五年、十年，人民币跨境清算、结算变成20万亿元人民币，可以这么说，人民币就将成为世界贸易的结算货币。汇率战里面，人民币、美元的汇率关系，就在人民币成为世界贸易清算货币、结算货币的过程中，不需要硬对硬地碰撞。美国人对汇率战有三种边界，只要超过这三种边界，他们就可以宣布你是对美元进行汇率战的国家。如果跨境人民币交易普遍展开，就不会触碰这三个边界，实际上是一个很重要的措施。

第二，我国和一些大国，重要的贸易国之间签订两国之间本币互换的协议。中国和俄罗斯、中国和印度、中国和巴基斯坦、中国和日本等，大家确定人民币兑卢布、人民币兑日元等，把这些货币互换的协议加在一起，这些年这种清算结算也达到几万亿元人民币，差不多有五六千亿美元的规模，这也是很重要的措施。

第三，不断推进离岸人民币结算。这方面通过香港发展了几年，2010年推动的，2019年香港发生问题之前，达到1万亿港元，香港近半年多出现问题以后，我看它从1万亿元降到6000亿元，但是此涨彼消，2019年年底伦敦离岸人民币的结算市场也到了5000亿元，最近它上去了，到了8000多亿元。2019年年底，中国离岸人民币交易量在境外的市场差不多有2万亿元，香港占一半。今年，香港的市场掉了一块，新加坡和伦敦的市场加了一块，总量还在2万亿元。这一块我认为今后变成3万亿元、4万亿元都有可能。这是第三个蓄水池，人民币国际化的池子。

第四，中国主导“一带一路”上的各种投资或者贸易。“一带一路”涉及130个国家和地区，既然是中国主导的，中国直接用人民币投

资，直接用人民币作为贸易清算货币，在这个地方可以比较多地推进，这也是人民币国际化的一个通道。

第五，增强大宗物资进口以人民币计价的定价权。中国是世界最大的贸易进口国，去年有2.3万亿美元的进口，大单子的买家不仅有较大的商品定价权，也会带来一些大宗物资进口以人民币计价的货币计价权，从而推动石油或者铁矿石等大宗物资以人民币计价，形成以人民币计价的大宗物资的贸易。

以上五个方面，都是在经常贸易项下，使人民币成为国际的贸易清算货币。

（二）瞄准重点补齐金融短板

我们国家金融机构在汇率战、金融战当中，堡垒最容易从内部被突破。国内金融机构只有克服自己的短板，做到自强才能战胜别人。自己不强，有短板，人家对着你的短板一打击，你就翻盘了。总而言之，我们怎么强化补齐金融方面的短板，这里面也有几点。

第一，解决工商企业负债率高的问题。我们国家的工商企业负债高达GDP的160%，是世界实体经济负债率最高的，这就是我们的短板。美国工商企业实体经济全部负债是GDP的70%，美国政府的短板是政府债务占GDP的110%，我们政府债务只有50%，另外美国老百姓的债务也比中国老百姓家庭部门的债务高得多。但是我们的企业比日本、美国、欧洲等世界各地债务重，我们房产商的债务平均资产负债率在84%，不管是前十位的，资产到了5000亿元、1万亿元的房产商，还是小到几亿元的小房产商，负债都极高，负债率平均在80%多。这种负债率极高的公司，去年年底不断冒出几百亿元的公司坏账、崩盘，老板、董事长前几年还是名人，突然一落千丈。这里面有的人蓄意诈骗，有的人身不由己，金融危机以后，可能做出许多本来主观不想做，但是为了逃避灾难而做的事情，做了以后违反了法律底线。总之，最近这一类事件特别多，这都是我们的短板。总而言之，中央说的“三去一降一补”，工商产业怎么把160%　GDP规模的负债往下降，不要降多了，降三四十个百分点，如果可以降到130%，那

就上上大吉，非常好地去杠杆。

第二，解决金融企业自身的高风险问题。一是金融企业资产现在是320万亿元，你可以说是世界之最。我们要理解这个金融资产背后大量的还是负债，负债加净资产产生总资产。320万亿元总资产，我们M2有近200万亿元，其中有现金流，和现金流无关的资产也有100万亿元，在这个意义上，贷款利润率很高。但是如果把金融企业的利润和总资产来比，利润率就很低。总之，我们金融资产里有很多不生钱、不生利的泡沫资产。二是上市公司几千家，几十家金融企业每年利润几乎占了几千家实体经济企业利润的50%，这个比重太高，造成我们脱实向虚。三是金融企业占GDP的比重是百分之八点几，是全世界最高的。世界平均金融业GDP占全球GDP的5%左右，欧洲也好、美国也好、日本也好，只要一到7%、8%，就会冒出一场金融危机，自己消除坏账后萎缩到5%、6%，过了几年，又扩张达到7%、8%，又崩盘。我们居然比美国占比还高，美国现在七点几，2008年金融危机的时候到了8%，金融危机崩盘以后达到六点几、七点几，现在也比较高，但是没有我们高。我们金融企业要按中央要求，推动金融供给侧结构性改革，去杠杆、防风险，把金融企业的坏账尽可能消除。四是金融的资管业务，对各种多而不强、含金量不高的非银行金融机构要进一步加强管理。这方面的管理，这几年方向是对的，但还是存在一刀切、层层加码、同频共振的问题。在总行一级，银保监会出台的政策、思路基本对头，到省一级之后，开始按照同方向加码，到了地市一级再加码，层层加码就有点走极端，而且“一刀切”。不同的行业同时采取政策，单独看，可能每一个方面都对，但是一个病人如果有四种病，四个外科医生同一天动手术，好人也被开刀开坏了，所以在这个意义上，避免同频共振，避免“一刀切”和层层加码，实事求是、因地制宜地进行分类指导，这也是很重要的一块。既要解决问题，但又不要激发矛盾。

（三）进一步改善资本市场

2019年以来，根据中央要求，在中国证监会的努力下，资本市场已经有了好多方面的改进，比如说科创板、注册制、退市制度、上市

公司回购注销的法人制度等，这些都是在资本面上对资本市场进行了一系列基础性供给侧的改革。按照习近平总书记所说，资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。这是我们国家防范金融风险，将过去几年金融业脱实向虚的状况改变为脱虚向实状况的重要的关键措施。这是习近平总书记2019年2月关于金融供给侧结构性改革政治局学习会上重要的讲话精神，我们要做好这方面工作，争取今后五年、十年，迎来资本市场健康发展的长周期阶段。

（四）金融战攻防的应对措施

中国和美国的金融战一旦发生之后，应对措施有以下几点。

第一，美国的SWIFT系统的确比较厉害，现在一万多家商业银行，包括中国的商业银行，只要做国际贸易，基本都通过它清算，每年的清算量在1200万亿美元，差不多收万分之一的费用，每年可以收七八百亿美元的毛利，这个机构是垄断的，全世界独此一家，谁也离不开它。向它交买路钱的单位，美国人通过这个账单可以知道各个国家的实际贸易情况，走私、军火交易等各种资金，他都知道。在这个意义上，这个系统几十年垄断下来，会产生很多问题：一是效率比较低；二是误差问题，差不多几万分之一的误差，1200万亿的几万分之一，其实每年也有几百亿美元发生错误；三是收费高；四是它根本不像现在的物联网、互联网、区块链可以保密，这里面对庄家来说是敞亮的；五是它的服务也不够快，清算以后打印一个纸制的文件给你需要三四天，已经脱离了当下世界移动互联网清算的水准。我们国家2012年推出了CIPS系统，以人民币为本币的计价系统，原理和SWIFT差不多，五六年下来，已经有三十几个国家一起参与，900多家银行参与，和SWIFT有1万家银行比我们差得远，和SWIFT有170个国家比，我们三十几个国家也还差得远，但的确是一个很重要的备胎。一旦SWIFT和我们停牌，那我们CIPS勉为其难，作为备胎推出来，说不定SWIFT的退出，是CIPS推出的契机。坏事有时候会变成好事，这和华为备胎脱颖而出是一样的道理。

第二，人民币自由兑换这一件事，不能在贸易战、汇率战背景下盲目地推进，这一块要加强管制，要放慢自由兑换的进度，要审慎。1998年，中国没有受太多的冲击，和人民币资本项下不能自由兑换有关；2008年，中国受冲击也不大，同样和这个也有关系。2008年，亚洲那些国家比如韩国都是在当时国际组织推动下，放开了资本项下自由兑换，受到较大的冲击。这方面中国有经验，尤其在有可能发生贸易战、金融战的背景下，资本项下人民币不能自由兑换是中国金融安全的坚强的盾牌。

第三，对付像比特币这种数字货币、企业的数字货币，中国政府一方面要加强对企业法人推出的数字货币的管控，另一方面要推出带有主权信用意义的数字货币来应对。

第四，中国在金融攻防当中，要进一步扩大金融的开放。可以说金融开放从浦东开发就启动了，那个时候外资办银行、保险信托都可以了。尽管如此，30年下来，因金融开放不到位，外资在金融资产只占1.8%。工商产业开放到位，外资在几十年里占了中国工商产业资产的30%。面对这个问题，习近平主席在2018年博鳌亚洲论坛上深刻地说了中国开放大门永远不会关闭，只会越开越大。习近平主席直接对金融怎么开放讲了一段话，包括外资金融企业准入前国民待遇、股权比例放开，金融开放领域中的营业范围进一步放开，等等。在习近平主席指示的推动下，从2018年4月到2019年年底一年半的时间，国务院金融稳定发展委员会、中国人民银行、中国银保监会、中国证监会一共出了十几个文件，把这些文件里面的干货捋一下，一共有64条。一是其中11条是放开股权比例的，原来限制在25%、50%以内的，现在可以70%、80%，甚至独资；二是对于准入门槛，原来不许干，不准入的金融领域现在放开了，一共有24条；三是针对准入以后营业范围受到的限制，假如银行有50项经营业务，原来外资银行只能干20项，有30项不能干，把这一块营业范围放开，实际上相当于准入后的同等国民待遇，竞争中性的概念，有29条。总体上，准入前国民待遇、股权比、营业范围同等国民待遇，这三个方面一共加起来64条。这些措施出来以后，虽然没有集中宣传，但金融、保险、投行的外资，都在摩拳擦掌。这一波开放以后，就会使得外资金融机构跟中国

金融机构你中有我，我中有你。一旦发生金融战，其实可以起到防御作用。

另外，外资金融机构可能在今后的五到十年，注册资金扩大几十倍，它的营业额也会跟着扩大几十倍。对中国工商企业金融供给侧是一个推动，同时中国总量为几百万亿元的国内金融企业将与外资金融机构与狼共舞，也将带来资本竞争、市场竞争、营销方式竞争、产品竞争等，对中国国内金融机构做大做强、变大变强也会带来非常好的推动作用。

如果我国在国际贸易清算、国内金融机构企业补短板、国际金融战手段的攻防、国内金融领域扩大开放这四方面都做了比较好的应对，我相信用开放化解封锁，用更大的开放瓦解对抗，中国在未来金融的发展不可限量，经济的发展不可限量。不管哪一个国家对我国进行关税战、壁垒战、金融战，都会在我国开放的过程中被一一化解。

附录
改革开放40年珍贵记忆

在复旦大学上课的两年期间，恰逢中国改革开放40周年纪念时期，我作为改革开放的一个参与者、亲历者、见证者，有诸多回忆和感慨。因为工作经历的原因，我受邀参加了一些关于改革开放的纪念活动，发表了一些相关的记忆性讲话。为便于读者更好地阅读了解，我将这些讲话的背景与主要内容作梗概介绍，亦可有助大家延伸思考、加深认识。

《浦东开发，一盘大棋中的重要一步》是我在2018年11月受上海市委组织部等单位的邀请，和朱晓明（金桥出口加工区开发公司首任总经理）一起回忆20世纪90年代浦东开发那段激情燃烧、如火如歌的岁月，由此讲述了一些浦东开发开放过程中不为大多数人知晓的政策史、初创史；《国际化的上海钻石交易所诞生记》是在次年7月，我与上海市委党史研究室和上海市地方志办公室做的一段访谈。访谈中，我回顾了我国首个钻石交易所——上海钻石交易所在金茂大厦最终诞生的一波三折的故事。

《邓小平在上海提出的金融观点》记录了1992年2月邓小平同志视察上海时的指示。当时邓小平同志“金融很重要，是现代经济的核心”的论断在我的脑海里深深地扎下了根，后来成为我学习金融知识、处理金融事务的思想指引和动力源泉。转眼二十多年过去了，在经历了多年经济领域的工作后，我对金融的理解更加透彻。《金融的本质，归纳起来就是三句话》记录了我对金融的思考和认识，在参加上海交通大学高级金融学院2018届金融硕士、博士毕业典礼时，我将它们分享给上海交大学子，希望对他们未来的职业生涯有所助益。

“风从海上来，潮涌黄浦江。”改革开放已经走过40个年头，

抚今追昔，如今倍觉感慨，希望我的这些回忆能帮助大家深化对我国改革开放进程中这段波澜壮阔历史的认识，坚定信心，进一步将改革开放事业向纵深推进。

浦东开发，一盘大棋中的重要一步

浦东开发开放，是党中央对外开放这盘大棋中的重要一步。1990年4月18日，党中央、国务院同意上海开发开放浦东地区，浦东开发正式起步，给上海带来了划时代发展的一个新起点。

一

上任的第一个任务，制定落实浦东开发十大政策的文件

整个20世纪80年代，全国东部沿海地区，特别是广东深圳地区都在开发开放的前沿。上海作为老工业基地，是国有经济比较重的一个地方，同时也是国家的财政口袋，当时上海地方财政收入占全国地方财政收入的六分之一，占全国地方上缴中央资金的四分之一。上海相当于是改革开放的一个后卫，也因此，整个80年代，上海经济社会发展总体比较慢。邓小平在1990年这个关键的时候，推动了上海的浦东开发。在邓小平的心目中，浦东的开发开放，是一盘大棋中重要的一步棋。他甚至讲过，浦东的开发开放晚了5年，如果要早一点起步更好。因此，党中央高瞻远瞩、审时度势，决定加快浦东开发开放的步伐。

我于1986年至1990年在上海市经济信息中心当主任，对全国改革开放、上海经济发展十分关注，有不少思考。记得1990年4月22日，那天是星期天，我接到市委组织部通知，告诉我由朱镕基同志提名、市委常委会审议通过，任命我去浦东开发办任副主任，第二天即去报到。4月23日，我去参加了时任市委副书记、常务副市长黄菊召开的浦东开发领导小组会议。会上，我接受了上任后的第一个任务，就是负责把中央关于浦东开发开放的十条政策形成具体的落实文件。中央的政策在4月23日的上海市人大常委会上通报，并于4月30日向社会公布。十条政策的全部内容十分简单，就两页纸，全文如下：

1．区内生产性的“三资”企业，其所得税按15%的税率计征；经营十年以上的，自获利年度起，两年内免征，三年减半征收。

2．在浦东开发区内，进口必要的建设用机器设备、车辆、建材，免征关税和工商统一税；区内的“三资”企业进口生产用的设备、原辅材料、运输车辆、自用办公用品及外商安家用品、交通工具，免征关税和工商统一税；凡符合国家规定的产品出口，免征出口关税和工商统一税。

3．外商在区内投资的生产性项目，应以产品出口为主；对部分替代进口产品，在经主管部门批准，补交关税和工商统一税后，可以在国内市场销售。

4．允许外商在区内投资兴建机场、港口、铁路、公路、电站等能源交通项目，从获利年度起其所得税实行前五年免征，后五年减半征收。

5．允许外商在区内举办第三产业，对现行规定不准或限制外商投资经营的金融和商品零售等行业，经批准，可以在浦东新区内试办。

6．允许外商，包括若干家外国银行在上海设立分行；同时适当降低外资银行的所得税率，并按不同业务实行差别税率；为保证外资银行的正常营运，上海将尽快颁布有关法规。

7．在浦东新区的保税区内，允许外商贸易机构从事转口贸易，以及为区内外商投资企业代理本企业生产用原材料、零配件进口和产品出口业务；对保税区内的主要经营管理人员，可办理多次出入境护照，提供出入境的方便。

8．对区内中资企业，包括其他地区的投资企业，将根据浦东新区的产业政策，实行区别对待的方针；对符合产业政策，有利于浦东开发与开放的企业，也可酌情给予减免所得税的优惠。

9．在区内实行土地使用权有偿转让的政策，使用权限50年至70年，外商成片承包进行开发。

10．为加快浦东新区建设，提供开发、投资的必要基础设施，浦东新区新增财政收入将用于新区的进一步开发。

另外一条，文件上没写，但中央内部口径允许上海浦东新区搞证券交易所，进行资本市场的探索。

这十条政策，直白说就是：一是15%企业所得税、十年期两免三减半；二是区内自用物资免进口关税、增值税；三是区内企业内销替代进口，可补税后销售；四是外资搞基础设施，所得税五免五减半；五是外资可办三产，对现行规定不许可的，经批准可办商业、金融；六是外资可办银行及分行、财务公司；七是可办保税区，可从事转口贸易、出口业务；八是区内中资企业也可减免所得税；九是区内土地使用权有偿转让50年至70年；十是新增财税留给浦东新区。

这些政策，再加上允许办证券交易所的政策，集沿海经济技术开发区十条政策、五大经济特区的九条政策和经济特区都没实施的五大政策（外资可以办百货超市，办银行、保险、财务公司，办保税区，办证券交易所和扩大浦东新区五个审批权）于一体。正是由于这些政策特点，记得当时有一天，朱镕基同志对我和同事们说了浦东新区命名的内涵："新区新区，不叫特区，不特而特，特中有特，比特区还特。"

接到任务后，我立即组织了两个层次的起草工作，一个是全市近二十个委办局根据十条政策起草各自相关条文和实施意见，另一个是由各委办局派出得力骨干参加市里文件起草小组，包括海关组沈耀华、李秀芬，保税区组黄开旭，金融银行组姜建清，证交所组毛应樑、尉文渊，外汇组林月娥，外经贸组陈忠浩，外资组范永进，财税组顾性泉，土地组谭企坤、王安德等人。那两个月里，5＋2、白加黑，日夜奋战，除了将20世纪80年代经济技术开发区、特区的具体政策条款悉数收集、一网打尽，纳入浦东新区政策外，更主要的是研究经济特区没有干过的五方面事项。比如，外资办百货商店、超级市场，涉及外资零售权、百货进口权、国内商品采购出口权、外汇调剂权、减征关税和所得税。又比如，建设保税区，涉及区内免关税、免许可证；国内外企业可以在区内设立国际贸易机构；区内企业不仅可

做一般的进出口贸易，还可以做国际转口贸易，可从事生产资料交易中心业务；作为境内关外的地区，外汇全额留成，各国货币可以流通。再比如，外资办银行、保险、财务公司，设立证券交易所以及土地批租的具体规则。所有这些事，现在看很常规，但在1990年，是十分复杂的事，中央有关部委、各兄弟省都没干过，也没有相关文件，可以说件件破天荒，件件都是烧脑的重大新突破，只能参照欧美各国的国际惯例，按WTO等国际组织的规则结合国内经济的实际条件或移植或修改变通，形成相应的文件。7月中旬，我们形成了10个文件，经浦东开发领导小组、市政府常务会、市委常委会和市人大常委会相继审议通过。7月下旬，由朱镕基、黄菊同志带队，我和有关人员随行去了北京，向国务院汇报并于9月初得到批复。9月10日，在锦江小礼堂，召开了一个由上海市政府和国家各有关部委参加的浦东新区具体政策新闻发布会，会上共发布了9个文件，另有一个内资政策只做不说没对外公布。

这十条政策和落实政策的十份文件，之所以时至今日我仍记忆犹新，是因为在那个时代，这些政策可以说条条都代表了改革开放的内涵，其力度之大，含金量之足，是各种政策文件中罕见的。力度大，不是指给你多少钱，这里边一分钱也没有，但如果能够把政策落实到位，发挥市场经济的历史性的资源配置功能，发挥开发开放对国内外资本的吸引功能，那么这十条政策的含金量是划时代的。相反，如果你没有开放的头脑，没有改革的思维，没有各种具体的国际业务知识和见识，只会按照本本主义照本宣科式地干活，就无法把中央的政策变成具体的行动、有实践意义的条款规则。从这个意义上说，浦东新区十大政策的制定过程，就是解放思想、实事求是、改革开放的一个重大成果。

二

发展面临的问题，首先是钱从哪儿来？

1990年6月，朱镕基同志带队去中国香港、新加坡考察，走之前给我们布置任务，要求我们准备好浦东新区如何具体搞开发的方案。

在黄菊同志领导下，浦东开发办的同志们准备了陆家嘴、金桥、外高桥三个功能区先行开发的方案。朱镕基同志回来后，和黄菊同志召集了杨昌基、沙麟、我和李佳能同志开了个专题会。朱镕基同志听取了我们的汇报后说，同意三个开发区的先行开发方案。结合新加坡裕廊开发区经验，三区起步的头三年要有气势地启动建设，至少需要各投入100亿元人民币以上，长远看要投入100亿美元以上，但市政府没钱，只能给每个区3000万元开办费，实际开发的资金筹措，要浦东新区自行想办法。回来后，黄菊同志将这个任务交给了我，由我牵头，与有关同志和部门商议拿出具体的筹资方案。



1990年7月，浦东开发办领导在商讨浦东开发规划，右起：黄奇帆、杨昌基、沙麟、李佳能



解放日报

JIEFANG RIBAO

第15657号 今日十二版

1992年5月 4 星期一

开业

浦东开发办负责人撰文回答——

浦东新区究竟有哪些优惠政策

上海应当怎么样用好用足用活

编者按

浦东新区有十项特优政策

浦东新区有五项独有政策

1992年5月4日，《解放日报》头版报道黄奇帆关于如何充分运用浦东新区优惠政策的文章

我用了一周时间，形成了一个三管齐下找资本金的方案。一是按照浦东新区允许搞土地批租的政策，在土地使用权转让中找钱；二是陆家嘴、金桥、外高桥三大开发区公司通过招商引资成立股份制开发公司找钱；三是利用浦东新区开办证券交易所的政策，近水楼台先得月，让三个企业上市融资。三管齐下找到足够的资本金，而有了资本金，开发公司就可以从银行贷款融资，进行征地动迁、基础设施开发，形成熟地后，再通过土地开发转让，形成三个公司100亿元以上的滚动开发资金。

此方案一经批准，便开始紧锣密鼓地推进。1990年7月下旬，宣布了金桥、外高桥、陆家嘴三大公司领导班子，开始公司筹备工作，9月成立了三大公司，而后开始了三管齐下找资本金的工作。一是采取了财政投入、支票转让、土地划转、收入上缴等方式，形成财政资金空转循环方式，使土地使用权发生转移，公司获得了土地，但是因财政投入后，土地局又上缴了土地批租收入款，所以也没有发生多支的问题。这件事在三大公司完成了各自的开发规则、土地丈量、定级确权后，于1991年6月实施了财政空转、土地使用权实转的手续，三

大公司由此解决了土地资本金问题。二是三个公司以土地使用权形成各有几个亿元的注册资本金之后，如果没有实际的现金，就无法进行土地实动迁及七通一平。为此，从1991年下半年开始，三大公司开始寻找战略伙伴。20世纪80年代上海的漕河泾开发区、闵行开发区和虹桥开发区都与中国银行香港分行、招商局作为合资伙伴，大家合作得很好。所以，一开始陆家嘴、金桥、外高桥三大公司也打算找中国银行香港分行和招商局作为合资伙伴。朱镕基同志当时开玩笑说：你们上海人真没出息，怎么六个儿子娶一个媳妇？所以，后来外高桥、金桥吸引了中国银行香港分行、招商局，陆家嘴吸引了中国人保和上海实业。浦东新区三大公司保持控股地位，大体放出了45%左右的股权，吸引了外资资本。每个公司由此形成了各一亿多美元的资本金，再向银行贷款，形成足够的资金启动了开发。三是1992年，公司实际运转一开始，就启动了上市步伐，并向市政府和国务院主管证券的刘鸿儒同志作了汇报，获得批准后于1993年上市，成为深受国内欢迎的优质上市公司。到2000年，三大公司都成了实际投资七八百亿元、资产规模上千亿元的公司，实现了朱镕基同志当年提出的百亿美元级的投资目标。后来的张江高科园区、花木世纪公园住宅区的开发也都采用这种办法。除此之外，浦东开发整个面上也采用了多渠道筹资开发的办法，用足用好浦东开发优惠政策。到2000年，浦东开发的第一个十年，通过土地批租、股票市场、外资、内资及金融机构融资贷款筹集了至少5000亿元的开发资金。

三

外高桥保税区，我国第一个保税区、保税区的成功典型

当时的中国没有保税区，中国第一个保税区出现在上海——浦东外高桥保税区，后来辐射到深圳等五大经济特区和沿海地区。到2005年，全国一共形成了13个保税区和15个保税港区，到2017年国务院共批准各类海关特殊监管区域138个，主要有保税区、保税物流园区、出口加工区、保税港区、综合保税区和跨境工业园区六种类型。

外高桥保税区一经设立，就是开放度最高、自由贸易功能最强的保税区。当时，国务院确定外高桥保税区内：一是实行免关税、免许可证；二是允许外商贸易机构从事转口贸易；三是可为区内外商投资企业代理本企业生产用原材料、零配件进口和产品出口业务；四是区内企业外汇全额留成；五是各国货币流通；六是设立生产资料交易中心；七是对保税区内的主要经营管理人员可办理多次出入境护照，提供出入境方便。由于有了这些政策，来到上海的国内外贸易公司几乎云集外高桥保税区。到2017年，外高桥保税区外贸规模稳居全国保税区首位，全年进出口贸易额突破1663.6亿美元，比上年增长11.3%，占全国13家保税区进出口总额的比例达到54.8%，占全国全部138个海关特殊监管区进出口总额的25%，占整个上海2017年进出口贸易总额的25%。除了进出口额，保税区的增加值、税收等经济指标几乎是全国其他12个保税区的总和。之所以有这样的成效，关键在于外高桥保税区政策所形成的体制机制，产生了长远的基本面的作用。由于区内上万个内外资贸易公司不仅从事一般贸易、加工贸易，还从事着转口贸易、服务贸易、生产资料交易市场的贸易，多元化贸易、多元化经营程度非常高。实质性的货物进出口可在外高桥保税港区实施封闭管理，外高桥保税区从事的是多元化贸易、服务贸易，并没有实质性货物进出，因此，为了方便人员进出，外高桥保税区是唯一没有围网、不设卡口、没有海关值守的海关特殊监管区域，为自由贸易先行先试的探索发挥着标杆引领作用，成为自由贸易开发开放的典型。

四
规划先行，一流的城市规划和高起点的产业规划

1991年2月18日，大年初四，朱镕基同志向邓小平同志汇报浦东新区发展规划的宗旨是：金融先行、贸易兴市、基础铺路、东西联动，得到了邓小平同志的充分肯定。浦东新区的城市规划是一流的。它是一个高起点的城市化、都市化的发展过程，而不是一个简单的开发区、城区的开发过程，是上海这个国际大都市以黄浦江为轴、对称发展的过程。浦东的城市规划灵魂是东西联动。浦东与浦西市政基础设施一体化、城市规划一体化、产业发展一体化，从而实现浦东与浦

西资源优化配置，浦西大都市的人才资源、经济基础支撑浦东开发，浦东的开发开放政策引领带动上海成为国际的金融中心、贸易中心、经济中心。为了实现东西联动发展战略，浦东开发在起步建设时就规划了在黄浦江上建杨浦、南浦、卢浦、徐浦、闵浦五座跨江大桥和外环、翔殷路、军工路、大连路、新建路、延安东路、人民路、复兴东路、西藏南路、打浦路十条跨江隧道，并规划了将浦东浦西包容在内使之一体化发展的内环线、二环线、中环线以及后来确立的三环线。这就使得黄浦江两岸东西对应、珠联璧合、相映生辉：外滩对应的陆家嘴地区成为上海的金融中心区，内环东西两地作为上海的商业商务中心城区，内环到外环之间的东西区域是上海大型居住区和高新技术产业园区所在地。总之，浦东与浦西两地基本对称，这就为浦东与浦西联动发展奠定了上海大都市的基础形态。

陆家嘴金融贸易区的开发是浦东新区城市开发的起点。它的地理位置显赫，在上海外滩的对面，功能定位与浦西外滩并立为金融贸易集聚区、中央商务区。它的规划必须是一流的，决不能马虎。为此，早在1991年，由朱镕基同志提议，对陆家嘴地区开展国际规划设计招标，由英国、法国、意大利、日本和我国五个世界著名的设计事务所参加了设计，到1992年10月，形成了五个方案，而后由我牵头，会同市规划局副局长夏丽卿、城市规划设计院总工程师黄富厢、浦东新区管委会副主任李佳能和陆家嘴集团总裁王安德等成立了联合深化小组，将这五个成果扬长避短，综合成一个方案。联合深化小组的深化工作经过五变三、三变一的过程。记得有一天联合深化小组的几个人坐在地上看着五个模型，当时五个模型的最高楼层只有40—50层。我说纽约、芝加哥各有三幢100层左右的超高层，上海作为未来的国际金融中心，也有必要搞三幢超高层。这个提议得到了大家认同，我们拿了三根筷子，在模型上比画摆放，选择确定了合理的位置，形成了现在陆家嘴金融区三幢超高层的模型雏形。在这期间，黄菊同志亲自听取了方案汇报，指出了方案进一步优化的三个结合原则，按此原则，我们最终综合形成了陆家嘴金融商贸区的形态规划方案。考虑到这个规划要15年到20年才会最终建成，会经历多届政府，为保证一张蓝图干到底，后来人不能随意变更，此规划方案报经市人大常委会、市政协常委会征求意见并根据审议意见作了相应修改后，报市政府常

务会、市委常委会通过后，最后于1993年12月28日由市政府批复，成为陆家嘴地区20多年来一直遵循的城市规划法定的方案。

五
发挥金融作用，建设中国的国际金融中心

邓小平同志在听取朱镕基同志关于浦东新区“金融先行、贸易兴市、基础铺路、东西联动”的规划宗旨汇报时，即兴讲了一段振聋发聩的话：“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。上海过去是金融中心，是货币自由兑换的地方，今后也要这样搞。中国在金融方面取得国际地位，首先要靠上海。那要好多年以后，但现在就要做起。”当时，我有幸在旁边聆听，受到极大震撼，觉得这段话是世界级的、非常深刻的至理名言，于是就记了下来。

邓小平同志这段精辟论述，以历史伟人的思想伟力与远见卓识，道出了四层含义：一是说明了金融在国家经济中的核心地位；二是指出了推动经济改革和发展的方法，一着棋活，全盘皆活，要抓好金融这个关键环节；三是提出了中国金融改革开放未来的方向，中国人民币最终要走向自由兑换，深刻指出了形成国际金融中心的关键，是货币自由兑换；四是指出上海应该是中国的金融中心，希望上海为“中国在金融方面取得国际地位”作出贡献。这段话，高瞻远瞩地提出了对我国经济建设至关重要的金融战略，指明了我国金融领域改革发展的方向和重点，其意义极为深远，犹如一粒思想的种子，在我的脑海里深深地扎下了根，成为后来我学习金融知识、处理金融事务的思想指引和动力源泉。

按照邓小平同志的理论，中国的金融在世界真正有地位，就是中国的人民币能在世界上自由兑换的时候，这是金融强国实现的标志。要知道，1990年、1991年中国的货币根本连贸易项下都没有自由兑换，一切都是管制的。在那个时刻，邓小平同志能够非常深邃地、高瞻远瞩地讲了今后货币要自由兑换，是多么的睿智、有前瞻性！邓小平同志说了这个话的五年后，到1996年中国人民币在贸易项下实现了

自由兑换。

现在又过去了20多年，中国人民币逐渐国际化，跨境人民币的交易量越来越大，结算量也越来越大，越来越多的国家把中国人民币作为国际贸易的结算货币，也有一些国家把我们的货币作为储备货币之一，2015年，人民币加入了SDR。再过二三十年，当有一天人民币在资本项下也能够自由兑换的时候，当有一天人民币不仅成为贸易清算、结算货币，而且成为资本项下自由兑换的货币，成为各个国家的储备货币，成为世界各国货币中的一种锚货币的时候，邓小平同志提出的目标就实现了。邓小平同志说，这件事要很长时间，我相信党的十九大报告提出的2050年中国成为世界经济强国的时候，这个货币目标一定能实现。

国际化的上海钻石交易所诞生记

20世纪90年代是上海改革开放历史进程中值得大书特书的年代。上海从20世纪80年代中国改革开放的后卫走到中国改革开放的前沿，在全国波澜壮阔的改革开放大潮中，发挥了“领头羊”的作用，是先行者，是创新驱动的推动者。上海创造了许多个全国第一，比如第一个证券交易所引领全国，第一个外资银行，第一个外资保险公司，第一个外资百货商店，第一块土地批租，第一个陆家嘴金融贸易区，第一个外高桥保税区……可以说20世纪90年代很多破旧立新的改革都出自上海，在全国领先。

上海钻石交易所，也是上海在20世纪90年代创造的诸多奇迹中的一个，虽然规模不大，但却最国际化，是当时我国唯一一家中外合资的交易所，实行会员制，并遵循国际惯例，会员之间买卖一律以美元结算。我当时任上海市委副秘书长，分管经济工作，有幸投身到筹建上海钻石交易所的工作中，至今回忆起来，依然记忆犹新。



发展要素市场，满足群众需求需要建立钻石交易所

世界级大城市之间的竞争，国家和国家之间的竞争，中心城市之间的竞争，最为核心的是要素市场的竞争。上海要素市场的发展，同中央对上海的定位，同经济体制改革目标相一致，也同上海城市功能变化、“三二一”产业结构调整相一致。自1990年上海搞了证券交易所后，上海市委、市政府对要素市场怎么发展，开始有了系统的考虑、系统的判断。总之，上海要成为金融中心、贸易中心、经济中心，一定要是一个要素市场的中心。至于哪些东西能成为要素市场，当时最先想到的是资本资金——证券，然后想到土地是最珍贵的资源——土地市场，再有一个就是大宗商品、大宗物资，如石油、原材料、铜等各种工业资源，还有外汇，港口船舶货代、船代等，这些都是要素市

场的应有之义。于是，上海的各种交易所星罗棋布地发展起来，如1994年成立的中国外汇交易中心，1996年成立的上海航运交易所、在物贸中心建立的生产资料期货交易所，等等。在这个背景下，成立钻石交易所的想法也应运而生了。

促成上海钻石交易所启动的原因，我知道大致有三个：一个因素是以色列最重要的财团——艾森贝克集团对钻石行业感兴趣，艾森贝克先生跟朱镕基总理见过面。朱镕基总理在上海会见过他，在北京也会见过他，在会见的时候说到成立钻交所的事情，朱镕基总理表示支持。徐匡迪市长参与了这些会见活动，因此知道其中的缘由，所以积极推动在上海成立钻石交易所这件事。第二个因素是当时我们国内对建立各种各样交易所的事项都比较重视，只要是和交易所有关的大家都很起劲，因为在那个时候，办交易所在经济领域算是热门的，属于高精尖、高大上的事情。第三个因素是到了20世纪90年代中后期，随着我国老百姓逐步富裕起来，富裕了的人们对钻石首饰的需求不断增大，钻石首饰的交易量不断增大，钻石市场逐步热起来，但由于没有规范的渠道，当时国内的钻石市场开始混乱无序，可以说当时进入中国市场的钻石很多是走私性质的。这样，有一个经典的规范的市场就显得十分必要，这也是经济发展到一定程度的一种内在需求。

通过建立钻石交易所，至少可以形成五种功能性意义。

一是可以发挥市场实现资源优化配置的作用，用我们现在的提法，就是让市场发挥资源配置的决定性作用。钻石交易所，不是一个简单的买卖场所，而是对钻石资源进行优化配置的一个系统，包括对钻矿、毛坯钻、成品钻，以及加工后的钻石首饰等整个过程起到很好的配置作用。我当时负责上海产业结构调整方面的工作，也想把钻石产业作为上海的重要产业。

二是建立钻石交易所，可以发挥原始定价的作用，有利于稳定市场。钻石交易跟我们卖粮食、卖其他标准产品不同，缺少标准化的价格，没有国家定价之说，也没有行业定价之说。一颗钻石有经验的人一看认为值10万元，没经验的人一看，可能认为只值2万元，也有可能把价值2万元的钻石看成价值10万元买进，因此，在散货市场，全凭经验，有一定的偶然性。但在钻石交易所，卖方的一批人和买方的

一批人都是有经验的高手，在估值、叫卖的过程中，会形成比较一致的行情价，形成理性客观的定价标准。

三是交易留痕、防范洗钱的功能。国际市场上，传统的钻石交易双方往往是交易现收现付，一面看货、一面谈价，达成协议后，一手交货、一手付钱，不经过任何其他环节，中间没有发票。这样，中国的国有企业是做不了钻石加工的，因为国企到世界市场上买钻石，都要开发票，因为没发票回去无法报账；如果可以给发票的，往往是中间商加价后开的虚假发票。有了钻石交易所就不一样了，中国商人可以到钻交所进行钻石交易，而钻石交易所能起到定价中心的作用。任何原钻进入钻石交易所交易，交易双方价格一叫出来，这批货事实上就定价了，要在钻交所登记，就产生了权威的价格依据，这个价格再出去的时候，就有了原始定价。有了报账手续，这对于规范会计制度、防范洗钱都有好处。

四是建立钻石交易所，有利于打击走私、堵截中间环节灰色交易。虽然我们的海关对钻石是管制的，但是钻石由于体积小，无色无味，身上随便藏都可以藏上价值10万美元、100万美元的钻石，进关的时候往往查一漏万，很难监测出来。钻石交易所把供应原钻的一方和最终需求的一方直接对接，去掉中间环节，就管住了走私。

五是建立钻石交易所，还有利于掌控钻石产业链集群的核心。钻石虽是一个小众产品，却是一个高附加值产业链生成过程。从钻矿的开采，到把矿石变成毛坯，再把毛坯加工成为成品钻，成品钻再设计成为戒指或者挂件，整个过程有制造业的品种，也有服务业、服务贸易的品种。同时，钻石企业大都是中小企业，是私人企业，是个体户，一个小家庭就是一个小作坊，能解决很多人的就业问题。记得1992年我作为市委副秘书长跟随吴邦国同志出访印度时，曾在班加罗尔看到钻石毛坯打磨厂规模达到几万人，除此之外就很难见到大规模的钻石企业了。但那是小钻，中低档钻石为主的低附加值劳动密集型的工厂，真正把毛坯变成中高档次的成品钻，把成品钻拿来设计变成首饰，一个家庭、一个小业主就可以了。这些小业主各行其是、各得其所，在钻石交易所这个中枢神经的纽带牵动下形成一个整体。所以说，钻石交易所是整个钻石行业价值链的枢纽点、结算点，掌控了交

易所就掌控了钻石产业链附加值的枢纽、供应链的纽带、产业链集群的核心。

正是在上述内外因素的共同作用下，加上对成立钻石交易所的意义的逐步厘清，我们上海当然就很起劲地要搞钻石交易所了。

二
坚持解放思想，实事求是，上海钻石交易所终建成

认识到建立钻石交易所的必要性和重要性后，上海方面非常积极主动。徐匡迪市长作为一位非常令人尊敬的专家、领导，又得到朱镕基同志的首肯支持，很有气魄，从头到尾热心推动这件事。我作为上海市政府副秘书长，也是市委副秘书长，同时还是市经委主任，自然而然成为落实这件事的主要操盘手。

那时，我正好先后负责完成了上海证券交易所条例的制定，浦东开发开放十条政策具体文件的落实工作，还协调了上海航交所成立有关工作，尝试建立了上海第一个、也是中国第一个药品交易所。因此，对成立钻石交易所也是十分积极，可以说是里面的活跃分子。从1997年到2000年上海钻石交易所成立，我印象中先后主持召开了几十次会议。这不仅是我的职责，也跟我的兴趣有关，因为有兴趣，遇上困难才会更主动克服它，而不是靠领导讲一下推动一下，领导不讲就回避，这个时候你会本能地往前推。

记得1997年，徐匡迪同志致信朱镕基同志就上海拟建立并推进钻石交易中心项目进展情况作汇报后，朱镕基同志画了圈，批示李岚清会同张春霖协调。

为了跟踪这件事，我经常跟国办秘书二局的同志保持联系，很快了解到我们的报告报经国务院批转到相关部委后，海关、外贸部、外管局、财政、税务等多个部门由于不熟悉、不清楚钻石交易中心的具体内涵，又涉及钻石交易所的报告方案中有多项做法与国家现行政策不相符合，几个部委不约而同，基本上否定了在上海陆家嘴搞钻石交易中心的设想。

得到消息后，我就打电话找当时国办秘书二局的副局长石秀诗商量这个事情，因为我们认为上海办钻石交易所这件事是为国家效力，是很有意义的一件事，要想办法把这件被几个部委否定的事挽回过来办成。我们讨论了半个多小时，后来商定了一个办法，就是去找李岚清同志，李岚清同志当时是常务副总理，又是搞外贸的，让他斡旋一下。于是，我就赶紧联系李岚清同志的秘书，把来龙去脉讲了一番，讲我们上海为什么要这么做，这么做对国家有什么好处，等等。李岚清同志的秘书就把我们的意思跟李岚清同志作了汇报。李岚清同志坚持解放思想、实事求是的原则，批了一段极具里程碑意义的指示，大体意思讲了三条。第一条是钻石交易这件事，我们中国是从计划经济过来的，都没有搞过，都没有管过，有关部门对这方面不熟悉，缺少经验，所以不要轻易否定上海的意见。第二条是请当时的外经贸部牵头组织有关单位，去国际上知名的交易所考察一下，以了解国际钻石市场的游戏规则，看完了以后，理解了以后，回来再写报告。第三条是报告完成后再报他和朱镕基同志。李岚清同志这么一批以后，我接到电话指示，马上写报告给徐匡迪市长，给市领导。这件事就柳暗花明又一村，扭转过来了。

1997年11月至12月，遵国务院领导及国办指示，由外经贸部牵头，国办秘书二局、财政部、海关总署、国家外汇管理局、上海市和中国工艺品进出口总公司共同组成考察团，赴比利时、以色列、英国、美国、泰国，就各地钻石业发展情况、钻石交易所的运作方式和管理规则进行考察。考察由我带队，我们上海方面还有陆家嘴开发公司的王安德同志参加，其他都是北京的同志。出发的时候，参加考察的北京同志对上海办这件事有不同看法，因为他们出访前已经基本否定了上海的方案，现在又组织他们去国外考察，难免有想法。所以我们登上飞机去以色列的路上，无论是在飞机上，还是在轿车里，聊的几乎都是钻交所问题，与其说是聊天，简直可以说是在争论。我跟他们一路解释和说明，我说我们的观点，他们说我们的不对，用国家法理批评我，我就跟他们辩论。我这个人比较好辩，但是跟我辩论的人，从来没有人跟我做冤家的，后来都是好朋友了，因为我跟人家在讲道理，不是意气用事，我这个人脾气平时比较随和，但讨论起问题来很认真。国家部委五六个部门的同志都是很好的同志，他们是国家

相关政策的制定部门和执行部门，当时反对也是合理的、有道理的，开始两天都众口一词地说我们上海办钻交所不行，是不可能的。

然而，到了比利时安特卫普和以色列特拉维夫的钻交所一看，他们的看法开始发生重大转变。他们原来都没参观过钻交所，还不知道世界钻石产业的交易规则和通行做法，实地一看就都懂了，意识到我前面跟他们辩论说的各种道理，实际上都是符合世界钻石交易所的规则的，也不钻牛角尖了。至此，从特拉维夫开始离开以色列以后的一路上，经过戈兰高地，经过阿曼，然后到英国伦敦，我们已经思想行动一致了。后来一程，讨论的内容已经变了，我们开始共同研究方案，研究钻石交易当中各种可行方案、各种逻辑、各种内容了。从英国和其他几个地方结束考察回国的时候，我们已经一起研究报国务院的报告怎么写，开头写什么，中间写什么，下一步建议是什么，大家已经要一鼓作气写出一个共同支持上海建成钻石交易所的报告给国务院。可见，这次出国考察效果极佳，一共是半个多月的时间，这么走了一圈，完全实现了李岚清副总理的要求，就是说大家不懂，去看看学习一下，回来再形成认识，写一份报告给朱镕基同志，上海和中央部委在这个问题上的认识完全一致了。

考察结束后，对外贸易经济合作部会同财政部、海关总署、国家外汇管理局共同签发了《关于上海钻石交易中心项目国外考察情况的报告》，报国务院。很快，国务院领导对报告进行了批示，上海在1998年5月成立筹备工作领导小组和工作小组，全面启动上海钻石交易所成立筹备工作，开始具体搞建设，其间还就一些具体问题与国家部委产生过不同的意见，但我们都本着解放思想、实事求是的原则，一一化解。2000年10月27日，上海钻石交易所在金茂大厦举行成立大会，世界上第27个钻石交易所在中国诞生。

三
国际规范让上海钻交所在世界钻石业占有一席之地

现在算一算，到2019年，上海钻石交易所成立差不多是20年。尽管从世界已有的钻交所看，上海钻石交易所成立不是很早，但是开

张后发展迅猛，事实上成为20年来世界钻交所中发展最快的一个。20世纪90年代末国务院批准的钻交所方案的原始意图也都达到了预期目标，钻交所交易方式满足了中国40年改革开放老百姓越来越富裕、对钻石等奢侈品多层次的消费的需求。目前，整个中国的钻石进口，不论是毛坯还是成品钻，100%都通过上海钻石交易所，上海钻石交易所的交易量也从开始时的1亿美元上升到2018年的26亿美元，约占全世界钻石实际加工贸易量的25%左右，位居全球27个钻石交易所的前列。上海钻石交易所的定价系统已经可以影响国际市场，从这个角度讲我们在不起眼的小品种上已经做到了世界交易所之最，为中国争得一席之地。

林强总裁40多岁时就当选为世界钻石交易联合会副主席，其他国家当选的主席、副主席都是七八十岁的老先生，我们也算开了先河，上海钻石交易所的国际地位可见一斑，很不容易。这是国际同行对中国钻石行业发展前景的看好，也是对上海钻交所的肯定，当然，林强也非常不容易，1997年从外贸部转到这个行业，20多年如一日投身到这个行当。这个荣誉属于林强，也属于中国钻石行业。

上海钻石交易所之所以能取得这么非凡的成就，究其原因，得益于我们中国广大的市场，也得益于上海钻交所一开始就敢于向国际规则看齐，按国际规则操作。

从国际规则看，钻石交易一般是零关税，就是这个国家的钻石到那个国家，那个国家的钻石到这个国家的互相流通过程中是零关税，也就是说没有关税壁垒。没有关税壁垒，不代表不监管。在WTO规则下，非关税壁垒是其中非常重要的内容。钻石交易是非关税贸易壁垒当中重要的管制对象。全世界的海关，严重关注走私不走私的商品就是钻石。为此，全世界钻石交易的游戏规则是，作为非关税的贸易管制，要求钻石交易登记亮在明处，登记不收关税。你不登记不报关的话，就罚得你倾家荡产，所以大多数人不会为了没什么代价的事，去弄得自己倾家荡产，钻石交易也就规范起来。

我国从1995年11月开始启动加入WTO的谈判，也同时在国内开启了研究如何适应非关税壁垒的问题，与全世界关税接轨的问题。钻石行业是最适合进行与世界关税接轨探索的。因为钻石交易小众却价

值昂贵。早先，我们国家对钻石加收很高的关税，包括增值税和作为奢侈品的消费税，仍然防不住走私，因为走私获利巨大，利益驱动下很多人选择了走私。于是，我们大胆学习国际规则，在我们的方案里，在六部委向国务院报的报告里，都明确提出免掉钻石进口关税，然后增值税征17%退13%，只收4%，那就是很低的增值税了。在当时，这是破天荒的，像房屋开了一个天窗，非常超前。那时传统的思想对奢侈品别说免税了，大家都还想着多收点消费税。所以这个概念一开始提出后被打回来，被六部委否定是可以理解的。至于消费税，我们当时做的方案是把它后移，后移到把这个成品钻镶嵌到钻戒上、挂件上变成首饰的时候。此外，我们还明确上海钻交所交易必须用美元进行结算。这主要是因为中国没有钻矿，钻矿的毛坯也好，原钻也好，都要从国外进来，交易所作为承上启下、跟国际之间的连接点，不仅做进出口的批发零售的交易，还做转口交易，用国际通行的美元进行结算有利于交易。把上述这些事情做通了，上海钻石交易所可以说成为符合WTO规则的一个典型案例。

我们的另一个创造性举措就是把上海钻石交易所做成全国唯一性的。我们国家各个地方都有海关口岸。如果每个地方口岸钻石都可以进来，都可以零关税，增值税征17%退13%，只收4%，上海钻石交易所就没有意义了。所以，为了神圣的国家利益，全国钻石交易只能有一个通道——上海钻石交易所。任何一个别的通道海关，若要进口钻石，要么视同走私，要么还是用原来的政策，增值税征17%不退税。这个规则是别的国家没有的，这与我国国情有关。所以，为了上海钻石交易所实现最初预设的目标，我们成功地提出了这个概念，并在国家政策法规的支持下付诸了实施。总之，有了上海钻石交易所以后，整个中国的钻石市场，不管毛坯买卖的市场，成品钻买卖的市场，还是首饰买卖的市场，走私基本消失，这就是上海钻石交易所起到的重要作用。

邓小平在上海提出的金融观点
在上海并购博物馆“并购大师讲堂”上的演讲节选

2018年6月28日

1991年2月18日年初四的早上，邓小平视察浦东。当时上海市委书记朱镕基和上海的一些领导参加汇报，我们浦东开发办的主任、副主任作为工作人员陪同在一起。当朱镕基汇报上海浦东开发的一个战略叫“金融先行、基础铺路、贸易兴市、东西联动”，这么一个十六字方针的时候，邓小平插了一段话：“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。上海过去是金融中心，是货币自由兑换的地方，今后也要这样搞。中国在金融方面取得国际地位，首先要靠上海。那要好多年以后，但现在就要做起。”邓小平脱口而出讲了这么一段话，我当时听了非常的震撼。凭我的知识敏感，觉得这是一个有时代意义的、标志性的、里程碑意义的一段金融方面的指示，我当然就把它记下来了。

邓小平这一段话寥寥几句，应该说有四层含义。

一是说明了金融在国家经济发展中的核心地位。

二是指出了推动经济发展的方法，要抓好金融这个关键环节。

三是指出了中国金融改革开放未来的方向，货币最终要走向自由兑换。中国的金融在世界真正有地位就是中国的人民币能在世界上自由兑换的时候，这是金融强国实现的标志。大家要知道1990年、1991年中国的货币根本连贸易项下都没有自由兑换，一切都是管制的。在那个时刻邓小平能够非常深邃地、高瞻远瞩地讲了今后货币要自由兑换。他是从上海过去是货币自由兑换的地方，今后也要这样搞这个角度说起的，实际上邓小平这个话说了以后5年，到1996年中国人民币在贸易项下实现了自由兑换。

现在又经过了20多年，中国人民币逐渐国际化，跨境人民币的交易量越来越大，结算量也越来越大，越来越多的国家把中国的人民币作为国际贸易的结算货币，也有一些国家把我们的货币作为储备货币。再过若干年，当有一天中国人民币在资本项下也能够自由兑换的时候，当有一天人民币不仅成为贸易清算、结算的货币，而且成为资本项下自由兑换的货币，成为各个国家的储备货币，成为世界各国货币中的一种锚货币的时候，邓小平的目标就实现了。老人家说这件事要很长时间，我相信十九大报告提出的2050年中国成为世界经济强国的时候，这个货币目标也一定能实现。

四是这段话里讲了上海应该是中国的金融中心、国际金融中心，中国的金融要在世界上有地位首先要从上海抓起。这段话对于20世纪90年代初期的上海是不得了的重要，是非常大的思想震动、思想开放。因为1990年前后任何国内报纸没有一篇文字会说上海是中国的金融中心，上海人自己内部研究，但从来不敢在报纸上去说要成为金融中心的想法。

因为那时候计划经济，一切金融出自北京。市场化的地方中心，大家会觉得是不可思议的。所以思想的僵化也好，禁锢也好，包括我们这些当时的局长，脑子里都是不敢提上海成为中国金融中心。尽管会有这种想法，社科院、研究室内部讨论会有，但从来没有形成文字。

从这个意义上讲，邓小平这段话给上海同志的思想带来极大的解放。邓小平的话讲了不久，上海各种报纸开始讨论上海金融中心的问题，到了1992年上海党代会正式通过了把上海建成我们国家的金融中心、贸易中心、经济中心“三个中心的目标”，后来又加了一个航运中心。邓小平这段话对上海、对中国、对我们所有的金融工作者，对我们不搞金融的经济工作者都有非常重要的指导意义。所以，金融博物馆把邓小平这段话放着十分重要。

1992年，负责整理邓小平南方谈话的郑必坚同志到浦东调研。我在陪同他考察过程中讲道：“‘南方谈话’发表后，广大干部群众深受教育和鼓舞。‘南方谈话’内容很全面，邓小平同志在上海视察时讲的内容基本都有了，但其中有关金融的一段话没有反映出来。”郑必坚同

志问我："是什么内容？"我便把邓小平同志视察时关于金融发展的话复述了一遍。郑必坚同志说："这段话很重要。在整理'南方谈话'时，我们也在寻找邓小平同志关于金融发展的论述，但没有找到。你复述的这段话，对上了。"于是，郑必坚同志要我把邓小平这段话整理出来。为郑重起见，郑必坚同志回到北京后，很快就通知上海市委办公厅，要求把邓小平这段话的内容传真过去。遵照上海市委的要求，我凭自己当时的记录，很快把这段话写成文字，并由市委办公厅转给了郑必坚同志。后来，郑必坚同志告诉我，他收到这段话后，先送给了时任国务院副总理的朱镕基同志。朱镕基同志翻阅了自己的笔记本，予以了确认。然后，郑必坚同志又把这段话给了王瑞林同志，请他呈送邓小平审阅。邓小平看后表示，他的确说过这段话，并仔细地在"金融很重要，是经济的核心"这句话中，"经济"的前面加上了"现代"两个字。后来，这段话补充进《视察上海时的谈话》一文，收录在《邓小平文选》第三卷第366页。

改革开放的历史进程中，很多重要的时刻需要铭记。回顾1991年邓小平在上海的讲话，可以深刻体会到邓小平超前的战略远见和使命担当。他的讲话不仅解放了上海市金融业的生产力，为上海未来成为国际金融中心这一宏伟蓝图打下了坚实的基础，而且敏锐地指出了金融在现代经济中的核心地位，将尚处于初级发展阶段的金融业提到了一个新的高度，极大地促进了现代金融业的发展。邓小平虽然已经离开我们，但他对于金融业的思考和战略谋划值得我们铭记，他的高瞻远瞩和宏图伟略将永远指引中国人民前无古人的改革开放事业。

金融的本质，归纳起来就是三句话
在上海交通大学高级金融学院毕业典礼上的演讲

2018年7月7日

站在这个讲台上，看到同学们青春的面庞、清澈的眼眸，一股蓬勃朝气扑面而来，让人倍感欣慰，又心生感慨。在你们即将告别校园、踏入社会之际，我想和大家分享一些关于金融的体悟和感受，希望能对大家的职业生涯有所助益。

同学们的专业都是金融学，我首先和大家分享一段28年前邓小平关于金融的重要论述，这一论述应该成为每个金融从业者的“座右铭”，永记于心，终生回味。记得1991年2月18日，大年初四，邓小平到浦东视察。在听取时任上海市委书记朱镕基汇报时，邓小平讲了一段振聋发聩的话：“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。上海过去是金融中心，是货币自由兑换的地方，今后也要这样搞。中国在金融方面取得国际地位，首先要靠上海。那要好多年以后，但现在就要做起。”当时，我有幸在现场聆听，受到极大震撼。

邓小平这段精辟论述，以一名世纪伟人的思想伟力与远见卓识，道出了四层含义：一是说明了金融在国家经济中的核心地位；二是指出了推动经济改革和发展的方法，一着棋活，全盘皆活，要抓好金融这个关键环节；三是提出了中国金融改革开放未来的方向，中国人民币最终要走向自由兑换，深刻指出了形成国际金融中心的关键，是货币自由兑换；四是指出上海应该是中国的金融中心，希望上海为“中国在金融方面取得国际地位”作出贡献。这段话，高瞻远瞩地提出了对我国经济建设至关重要的金融战略，指明了我国金融领域改革发展的方向和重点，其意义极为深远，犹如一粒思想的种子，在我的脑海

里深深地扎下了根，成为后来我学习金融知识、处理金融事务的思想指引和动力源泉。

按照邓小平理论，中国的金融在世界真正有地位，就是中国的人民币能在世界上自由兑换的时候，这是金融强国实现的标志。大家要知道，1990年、1991年中国的货币根本连贸易项下都没有自由兑换，一切都是管制的。在那个时刻，邓小平能够非常深邃地、高瞻远瞩地讲了今后货币要自由兑换，是多么的睿智、有气魄！邓小平说了这个话的五年后，到1996年中国人民币在贸易项下实现了自由兑换。

现在又过去了20多年，中国人民币逐渐国际化，跨境人民币的交易量越来越大，结算量也越来越大，越来越多的国家把中国人民币作为国际贸易的结算货币，也有一些国家把我们的货币作为储备货币之一，2015年，人民币加入了SDR。再过二三十年，当有一天人民币在资本项下也能够自由兑换的时候，当有一天人民币不仅成为贸易清算、结算货币，而且成为资本项下自由兑换的货币，成为各个国家的储备货币，成为世界各国货币中的一种锚货币的时候，邓小平提出的目标就实现了。邓小平说，这件事要很长时间，我相信党的十九大报告提出的2050年中国成为世界经济强国的时候，这个货币目标一定能实现。

社会在前进，时代在发展，但金融的重要地位始终未变，国家对金融的高度重视始终未变。去年召开的全国金融工作会议上，习近平总书记深刻指出，“金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度”。其明确提出了做好金融工作的四条重要原则，即回归本源、优化结构、强化监管、市场导向。特别强调：“金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措”，“防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题”。习近平总书记这些重要讲话，是做好新形势下金融工作的科学认识论和方法论，每一位金融从业者都应当牢记于心、始终遵循。

对金融的重要性，同学们都很熟悉，学了多年金融，想必也会有这样的感触：金融产品种类繁多，操作手法眼花缭乱，似乎让人摸不透。在金融创新层出不穷的时代，有这样的困惑不难理解。不过，我

们看问题、想事情，要善于抓住本质、化繁为简，这样才能得心应手。说到金融的本质，归纳起来，就是三句话。

第一句话，为有钱人理财，为缺钱人融资。金融归根到底是中介服务，不管什么金融机构、金融产品，只有从这个原点出发，才能实现自身价值。比如银行，一头揽储、一头放贷，赚取的是利差，分散的是风险，充当的是桥梁。再如保险，人在健康、安全时购买，遇到意外时救急，实际是构筑了一种财务平衡，保险公司则运用保险资金为企业提供融资。又如证券，上市公司发行股票筹集资金，广大股民购买股票博取收益，即使自负盈亏、没有刚性兑付，也是为资金供需双方搭建通道。

第二句话，信用、杠杆、风险。信用是金融的立身之本，是金融的生命线。金融机构本身要有信用，向金融机构融资的企业也要有信用，没有信用就没有金融。信用是杠杆的基础，一旦有信用，就有透支，透支就是杠杆。银行存贷比、期货交易、股票市场融资融券等，都是一种杠杆。一切金融创新的本质都是放大杠杆比，但杠杆比过高就会产生风险，甚至导致金融危机，而防范金融风险、解决金融危机就要去“杠杆”。信用、杠杆、风险三者之间相互作用、相互影响，信用高的风险就低，杠杆比一般也不会太高；杠杆比高的信用就低，风险也会相应较高。金融的精髓就是把握好三者的“度”，设计一个信用可靠、风险较小、不容易坏账的杠杆比。

第三句话，为实体经济服务。这是所有金融工作的出发点和落脚点。实体经济是金融发展的“母体”，金融在现代经济中的核心地位，只能在服务实体经济的过程中体现出来。如果不为实体经济服务，金融就会变成以自我为中心，就会异化为自弹自唱、空中楼阁，最终成为无源之水、无本之木。所谓“百业兴，则金融兴；百业稳，则金融稳”，讲的就是这个道理。

我讲这三句话，是希望同学们对金融的本质有一个清醒的认识。大家即将步入职场，相当一部分同学会进入金融行业，对未来都充满期待，有着很多美好的憧憬。现在，社会上对金融业的说法也很多，观点各不相同。有人认为金融业薪酬高，人人都能赚大钱，是发财致富的捷径；有人认为金融业“高大上”，穿名牌西装，住豪华酒店，往

来“上流”社会；有人认为金融业工作清闲，喝喝酒、聊聊天，觥筹交错之间就能谈成大单，沉醉于岁月静好、月白风清；有人认为金融业是垄断行业，是市场中的“甲方”，上海话就是面孔朝南的一方，人人都围着你转；有人认为金融充满幕后操作，把金融业神秘化；更有人因为近年来金融业丑闻不少，认为搞金融的都是吸血鬼，把金融业妖魔化。在这里，我想告诉大家的是，这些都是假象，都是虚幻的错觉、浮华的误解。

金融本质上就是具有中介性质的现代服务业，既不是阳春白雪，也不是妖魔鬼怪，更没有那么神秘。每一位金融从业者，都需要用知识去创造价值，用劳动去赢得客户，用调查分析去规避风险，都必须沉心静气下真功夫、苦功夫。一旦踏入金融行业，加班加点将成为你的工作常态。我国金融从业人员每周平均工作时间超过56小时，遇到特殊岗位、重大项目，基本上是“5＋2”“白＋黑”。一旦踏入金融行业，你会经常“为钱发愁”。如果在商业银行工作，你要四处求人拉存款，绞尽脑汁寻找优质放贷对象，稍有疏忽就可能坏账；如果在投行工作，你会像项目承包商一样，全国各地找项目，求人给你IPO，要找法务财务梳理包装，要找分析师咨询，要找投资人询价，要找证监会审批，要组织路演，经常是多方求人、多头碰壁、四处受气。即便是进入企业财务部，也丝毫谈不上轻松，会经常为企业现金流而操心。一旦踏入金融行业，你还要与残酷竞争为伴。金融从业人员面临巨大的考核压力，为了工资奖金，为了职务晋升，你尽心尽力，精疲力竭，但可能业绩平平，甚至掉队；你可能面临职场竞争，可能遭遇明枪暗箭，必须学会坚强。

金融业还是一个高风险的行业。面对各种或明或暗的陷阱，必须战战兢兢、如履薄冰，稍有不慎，就可能陷入困境甚至是危机。在商业银行，你可能遭遇呆账、坏账，让自己所有努力化为乌有；在保险公司，你可能遇到骗保而影响业绩；在证券公司，一次操作失误，就可能让个人甚至公司陷入资金周转困难；在投行，市场波动和潜在风险，可能让你血本无归；在一些网络金融企业，甚至可能因为单位的业务规程就是一个庞氏骗局，你作为具体工作人员，不识庐山真面目，愈是努力按主管要求办事，愈是把你拖入犯罪的深渊。如此种

种，不一而足。

每一个即将踏入金融行业的新兵，都应保持清醒的头脑，做好充分的思想准备，要学会在逆境中看到希望，在困境中看到光明，在风险中发现机遇，在平凡中成就伟大。

在今后漫长的职业生涯之中：

希望同学们守住本心、不忘初心。自觉肩负起新时代赋予金融人的重大使命，坚守学习金融、投身金融的初心，坚守献身事业、回报社会的理想，为金融改革发展铺路架桥，为祖国经济建设添砖加瓦。

希望同学们沉心静气、脚踏实地。保持良好心态，从基层岗位做起，从基础工作做起，在具体琐碎的日常工作中学习业务、积累知识，在破解复杂问题的过程中增强本领、沉淀经验，不心浮气躁、不急功近利，扎实走好职业生涯每一步。

希望同学们兢兢业业、恪尽职守。以高度负责的工作态度、精益求精的工匠精神，把负责的每一个项目做得周到细致，把手头的每一项任务干得出效、出彩，以实干创造实绩，以实绩证明实力，一步一步赢得业内的口碑和事业的辉煌。

希望同学们警惕风险、坚持原则。在日益激烈的竞争中坚守底线，在经济利益的追逐中有所不为，始终干干净净做事，清清白白做人，维护好客户利益，保护好自身安全，为营造良好金融生态环境贡献自己的一份力量。

同学们！习近平总书记讲过："人的一生只有一次青春。现在，青春是用来奋斗的；将来，青春是用来回忆的。"希望同学们珍惜青春时光、挥洒青春才情、追逐青春梦想，今后回首往事时，可以骄傲地说，我把青春献给了最热爱的金融事业，实现了人生的升华与超越，不负上海交大的培养，不负青春的韶华！

最后，祝大家乘风破浪、勇往直前，前程似锦、圆梦明天！

后记
授业解惑是人生再学习再研究最好的生活方式

自2018年9月受聘担任复旦大学特聘教授以来，不知不觉，在经济学院讲课已经一年多了。这段时间，正式授课12次，另有2篇复旦大学主办的论坛演讲，一共14篇讲稿，均整理更新后收录在这本书中。

在复旦大学授课的这段时光，对我来说既令人振奋又深感责任重大。“日月光华，旦复旦兮”，百年沧桑的复旦大学，培育了大批巨匠名流，沉淀了深厚的人文底蕴。自马相伯先生创办复旦大学以来，于右任、陈寅恪、竺可桢等一大批学子在此读书求学，打下了坚实的学术基础，日后大放异彩。严复、徐悲鸿、苏步青、杨振宁等学术大家也曾在此授课讲学，他们追求真理、踏实奋进的精神，最终融入复旦大学的血脉中，成为复旦人崇高精神的一部分。大学，是每一个莘莘学子追求知识、追求真理、追求梦想的地方。能够站在复旦大学的讲台上，将自己的知识传授给同学们，身上肩负的使命显得尤为神圣。

习近平总书记曾说过：“人民教师无上光荣，每个教师都要珍惜这份光荣，爱惜这份职业，严格要求自己，不断完善自己。”在经济学院授课的这段时间，对我来说，既是教授知识，也是不断学习的过程。在经济战线工作三十四载，每日研究各种经济问题，处理各种经济事务，对经济各领域的运作机制、主要矛盾可以说烂熟于心。但事物处于发展变化之中，近年来随着供给侧结构性改革的稳步推进，经济改革中的基础性、机制性的新问题、新矛盾逐渐凸显出来。为了不误人子弟，每次授课前我都会做大量的调查研究，对逻辑思路仔细推敲，不清楚的问题查阅资料、咨询专家学者；一定要对数据、案例逐一核对、验证，确保引用的数字准确无误，课程内容没有纰漏；发表的观点在角度、高度、深度上下功夫，做到不拾人牙慧、道人所未

道；为了找到问题的对策，我常常思考工作到深夜，这个过程虽然枯燥，也蕴含着无穷的乐趣。

经济学同时又是一门原理复杂、实践性很强的学科，如果课堂氛围呆板严肃，会降低学生学习的热情。所以在教学方法上，我也尽量营造轻松、愉悦的课堂氛围。教授经济学原理时，我用通俗易懂的语言讲通讲透，努力让听众有所思、有所获；针对当代年轻人思维独立、追求个性的特点，我不讲空话套话，尽量用风趣幽默的类比把干货内容讲出来；同学们课堂上的困惑和疑问，我从原理和实践出发展开深入探讨，力图达到授业解惑的目标。

复旦大学有句著名的校训："博学而笃志，切问而近思。"与教授知识相比，我更注重教授解决问题的思维方法。在我看来，这句校训里前者是基础，后者是进一步精进的必要条件。我们通常认为博览群书并广泛学习，能使人收获更多知识，掌握更多技能。但在读书过程中，如果没有自由的灵魂，独立意志很容易被人影响，最终沦落为人云亦云，结果可能比不读书更糟。所以在获取知识的过程中，独立思考、亲自调查是至关重要的。在几十年的经济管理和研究经历中，我总结了一种行之有效的研究范式："问题—结构—对策"。面对各种问题时，先研究问题、分析问题，找到问题结构性的、体制性的、机制性的、制度性的短板，通过改变问题的联系方式、边界条件，使得问题朝着理想的方向和预期的目标转化，问题基本上就迎刃而解了。上述方法也是我一系列书籍、文章、演讲的核心分析方法。

做学问、做研究，对我来说是一辈子的事情。在从政阶段，面对的往往是社会或经济中的现实问题，需要调查、研究，在此基础上出台方针、政策，引导产业走上良性循环之路。在为师阶段，面对众多基础性、前瞻性课题更需要用心思考。这种不断探索新知的过程，过程可能是枯燥乏味的，但最终收获的往往是真实难忘的满足和欣慰。而更让人高兴的莫过于将这些实践与积累分享给复旦大学聪明而满怀抱负的学子。在我看来，这是人生再学习再研究最好的生活方式，是最好的人生归宿。"力学如力耕，勤惰尔自知。但使书种多，会有岁稔时。"愿大家继续立足当下、脚踏实地，以积极进取的朝气、独立审慎的态度，不断探索新知，为中国的改革开放事业再立新功！

黄奇帆

2020年4月